IT하드웨어
복기(復棋)

이규하 (IT하드웨어)
02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

바둑에서는 다른 스포츠와는 다르게 두 대국자가 지난 바둑 한 판을 다시 두면서 오류를 되짚어 보는 복기라는 절차가 있습니다.

당사는 2023년 말과 1분기 실적이 발표된 5월 이후의 IT하드웨어 업종에 대한 수요 전망 및 관점을 되짚어 보았습니다.

결론적으로 OLED를 포함한 디스플레이를 제외하고 최근 전망 대비 수요 회복이 더디나, 이미 역사적으로 낮아진 밸류에이션과 단기 및 중장기 모멘텀을 고려했을 때 우려보다는 기회요인이 많다고 판단합니다.

C/O/N/T/E/N/T/S

I. Summary 3

II. IT하드웨어 세부 세그먼트별 업황 점검 4

1. 스마트폰 - 아쉬운 2024년, 기대되는 2025년
2. 가전, TV 및 IT 디바이스 - 예상보다 더딘 수요
3. 디스플레이 - 우려 대비 양호
4. On-Device AI - 이상과 현실의 괴리
5. 폴더블 디바이스 - 약진하는 중국, 미래는 Apple
6. 유리기판 - 명과 암
7. XR - 아픈 손가락

III. 커버리지 밸류에이션 및 실적에 대한 고찰 13

1. 이제는 언더퍼폼하기 어려운 밸류에이션 및 업황
2. 커버리지 종목 실적 전망치 변동폭 점검

IV. 투자 아이디어 - 단기 및 중장기 모멘텀이 관건 17

[기업분석]

LG전자 (Buy, TP 150,000원) 19
삼성전기 (Buy, TP 210,000원) 25
LG이노텍 (Buy, TP 380,000원) 31
LG디스플레이 (Buy, TP 15,000원) 37
덕산네오룩스 (Buy, TP 45,000원) 42
비에이치 (Buy, TP 32,000원) 48
PI첨단소재 (Buy, TP 36,000원) 53
심텍 (Buy, TP 31,000원) 59
이녹스첨단소재 (Buy, 38,000원) 65

I. Summary

밸류에이션과 모멘텀 고려 시 기회 노려볼 필요

IT하드웨어 산업 전반적인 업황은 2023년 말 추정치 대비로는 긍정적이나 1분기 실적 발표 이후의 높아진 기대치를 충족시키기는 쉽지 않을 것으로 판단한다. 글로벌 매크로 둔화와 소비심리 개선이 더딘 가운데 On-Device AI와 XR 등의 신기술은 아직 소비자의 긍정적 반응을 이끌어내긴 부족하기 때문이다.

이 과정에서 모멘텀도 부재해 IT하드웨어 업종 및 당사 주요 커버리지 종목들 대부분의 수익률은 시장 수익률을 하회하고 있고 밸류에이션은 역사적 저점까지 낮아져있는 상황이다.

하지만 단기 및 중장기 여러 모멘텀과 이미 충분히 낮아진 밸류에이션을 고려했을 때 추가적인 하락에 대한 우려보다는 기회를 노려보는 것이 합리적인 상황이라고 판단된다.

투자전략

Top-Picks 관점에서는 밸류에이션이 역사적 저점까지 낮아졌으면서도 실적 전망이 지속적으로 상향되고 있는 **LG전자, 비에이치, 이녹스첨단소재** 등을 추천한다.

모멘텀별 추천 종목은 다음과 같다.

1) 독일가전박람회: LG전자

2) iPhone 16 시리즈 출시: LG이노텍, LG디스플레이, 비에이치, PI첨단소재

3) Meta Connect 2024: 사피엔반도체

4) 유리기판: SKC, 삼성전기, 제이앤티씨, 필옵틱스, 켐트로닉스

5) Apple 폴더블 디바이스: 세경하이테크, 비에이치, 덕산네오룩스

6) 중화권 디스플레이 업체들의 OLED 투자: 선익시스템, AP시스템

7) XR: 선익시스템, 나무가, 덕우전자

표1. IT하드웨어 업종 투자의견/투자지표 (단위: 원, 배, %, 십억원)

종목명	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		순차입금	
					2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
LG전자	066570.KS	Buy (유지)	150,000(유지)	99,400	7.9	6.7	0.8	0.8	9.9	10.9	2,784	821
삼성전기	009150.KS	Buy (유지)	210,000(하향)	142,800	15.3	12.7	1.3	1.2	8.6	9.5	-520	-1,048
LG이노텍	011070.KS	Buy (유지)	380,000(하향)	278,000	8.1	7.3	1.2	1.0	15.9	15.3	1,340	791
LG디스플레이	034220.KS	Buy (유지)	15,000(유지)	11,260	N/A	60.2	0.9	0.8	-13.2	1.4	11,461	8,908
덕산네오룩스	213420.KQ	Buy (유지)	45,000(하향)	33,700	23.7	19.5	2.2	1.9	9.5	10.5	7	-3
비에이치	090460.KS	Buy (유지)	32,000(유지)	23,850	6.7	6.4	1.1	0.9	17.5	15.9	-135	-245
PI첨단소재	178920.KS	Buy (유지)	36,000(상향)	26,400	24.8	22.1	2.2	2.0	9.4	9.6	104	106
심텍	222800.KQ	Buy (유지)	31,000(하향)	21,250	N/A	9.0	1.5	1.3	-4.7	15.8	193	107
이녹스첨단소재	272290.KQ	Buy (유지)	38,000(유지)	29,000	10.6	9.6	1.3	1.1	12.8	12.6	201	218

주: 8월 30일 종가 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

II. IT하드웨어 세부 세그먼트별 업황 점검

2023년 말 전망보다는 양호, 5월 대비로는 부진

당사는 2023년 말 IT 세그먼트별 출하량이 가전과 XR 기기를 제외하면 기존 추정치를 상회할 것으로 전망했다. 현재는 디스플레이를 제외한 세그먼트의 출하량이 지난 5월 상향했던 전망치를 하회할 것으로 예상한다.

전반적으로 주식시장이 약세로 전환된 것도 영향을 미쳤지만 5월 이후 소비 둔화 우려와 경기 둔화에 따른 출하량 전망의 부정적 전환도 업종 주가 수익률이 부진에 일조했다고 판단한다.

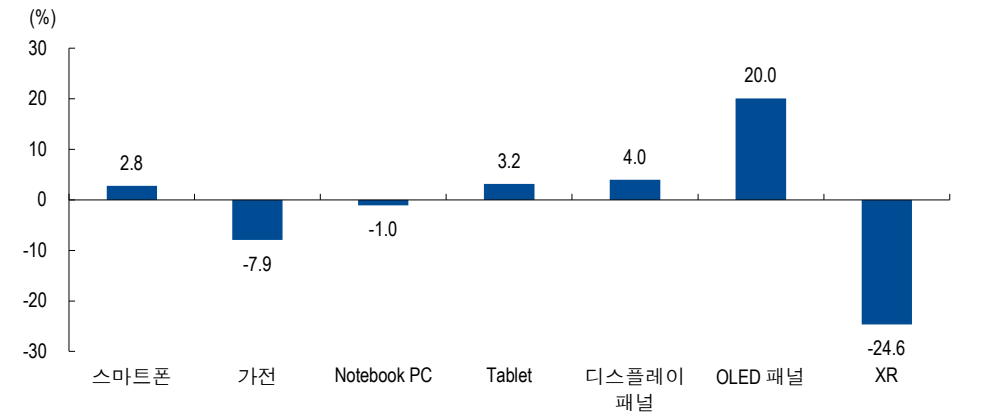
2025년 출하량 확대 가능성 높아짐

하지만 기대치를 하회할 것으로 예상되는 2024년과는 달리 2025년은 오히려 대기 및 교체 수요 확대, AI 적용 본격화 등에 힘입어 출하량이 확대될 가능성이 높아졌다.

디스플레이 업종 주목

이러한 상황에서 업황이 우려 대비 지속적으로 개선되고 있는 디스플레이 관련 종목에 더 많은 관심을 가질 필요가 있다고 판단한다.

그림1. '23년말 대비 IT하드웨어 '24년 출하량 전망치 변동률



자료: Counterpoint, Omdia, NH투자증권 리서치본부 전망

1. 스마트폰 - 아쉬운 2024년, 기대되는 2025년

2024년 스마트폰 판매량은 기대치를 소폭 하회

2024년 스마트폰은 2023년 말 예상한 수준보다는 양호한 출하량을 기록할 것으로 보이지만 중화권 일부 업체들을 제외하고는 2024년 5월 상향한 전망치를 하회할 가능성이 높다고 판단한다. On-Device AI에 대한 기대감이 낮아지고 해당 기능을 탑재한 스마트폰의 출시가 예상보다 더딘 것이 주된 원인이다.

하지만 2025년 스마트폰은 교체주기와 On-Device AI 고도화 등이 맞물려 오히려 이전 전망보다 양호한 출하량을 기록할 가능성이 높다.

글로벌 스마트폰 2024년 출하량은 12.2억대(+4.5% y-y)를 기록할 것으로 전망하며 이는 2023년 말 예상했던 11.9억대보다 약 5.5% 개선된 수준이지만 2024년 5월 기대했던 12.5억대를 약 1.8% 하회하는 수준이다.

출하량 기대 하회 아쉬운 AI와 중국 출시 지연

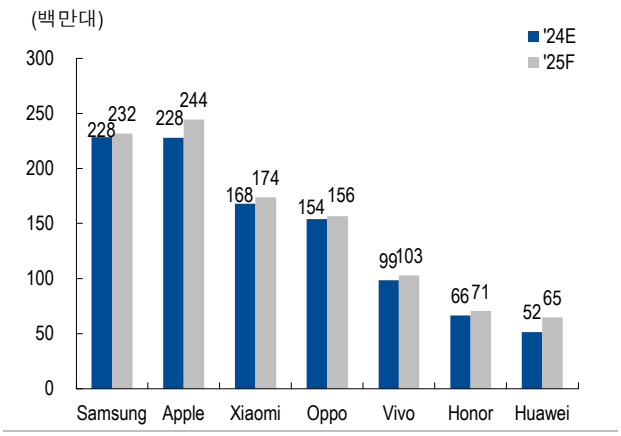
전망치가 예상을 하회할 가능성이 높은 이유는 On-Device AI가 아직 소비자들의 구매를 자극할 만큼 큰 효용을 주지 못하고 있고, 2024년 하반기 출시가 기대됐던 중화권 업체들의 AI 스마트폰 출시가 지연되고 있기 때문이다.

스마트폰 업체 중 Xioami와 Vivo, Honor 등의 출하량은 예상치를 상회할 것으로 보이며 Apple은 소폭 하회, Huawei는 큰 폭 하회가 전망된다. 중화권 업체들의 경우 AI 기능이 부재함에도 불구하고 교체 수요 사이클이 시작된 것이 예상치 상회의 주된 원인으로 보이며 Apple은 AI 기능 출시가 지연되고 영어만 지원한다는 점을 고려했다. Huawei는 반도체 공급부족과 신모델 출시 지연 영향으로 기존 예상치를 크게 하회할 것이다.

기대되는 2025년 스마트폰 시장

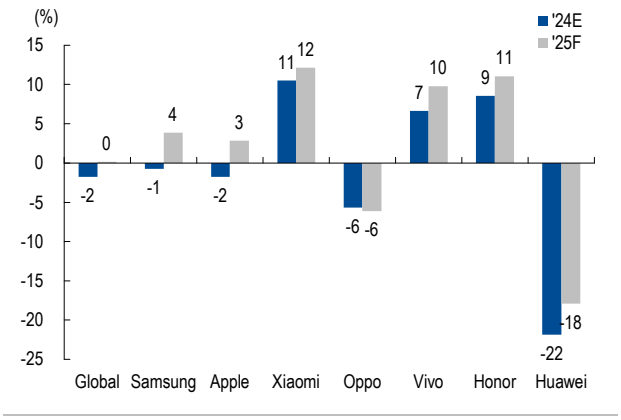
하지만 2025년 스마트폰 출하량은 12.7억대(+4.1% y-y)를 기록하며 우려와는 달리 양호한 성장세를 이어갈 것으로 예상한다. 특히 Apple의 출하량이 중저가 모델인 iPhone SE4 출시와 iPhone 17 Slim, AI 고도화 등에 힘입어 전년비 7.3% 증가하며 전체 스마트폰 시장의 성장을 견인할 것이다.

그림2. 2024년 및 2025년 스마트폰 업체별 출하량 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 지난 5월 대비 연간 출하량 전망치 변동률



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2. 가전, TV 및 IT 디바이스 - 예상보다 더딘 수요 회복

가전 및 IT 기기, 기존 전망치 하회 예상

가전과 TV, 그리고 PC와 태블릿 등 IT 디바이스 시장은 전반적으로 당초 예상보다는 회복 속도가 더딘 상황이다. 미국의 금리 인하 시기가 예상보다 늦어지면서 소비 심리 개선이 늦춰진 것이 주된 원인으로 보이며 특히 IT기기에서는 기대했던 AI PC가 큰 반향을 불러일으키지 못한 것도 전망치 하향의 이유인 것으로 판단된다.

가전 시장, 회복 예상했으나 전년과 비슷

먼저 가전 시장의 경우 글로벌 시장 데이터를 객관적으로 파악하기가 어렵지만 2023년 말 당사 기대수준을 하회하고 있는 것으로 보인다. Omdia는 글로벌 가전 시장이 2024년 전년비 약 9.9% 성장할 것으로 전망했으나 현재로서는 작년과 유사하거나 소폭 증가하는 수준에 그칠 것으로 예상된다.

금리 인하 사이클, 수요 개선 기대

전망치가 예상을 하회한 주된 원인은 지연된 주택거래량과 매크로 회복이다. 향후 회복 시점도 미국과 한국 등 주요 시장의 부동산 경기 회복과 소비 심리 개선에 달려 있다고 판단한다. 당사는 9월부터 미국의 금리 인하가 시작되는 만큼 예상보다는 더디지만 2025년에는 유의미한 수요 개선이 나타날 것으로 기대한다.

TV 수요, 기대치 소폭 하회 스포츠 이벤트 효과 미미

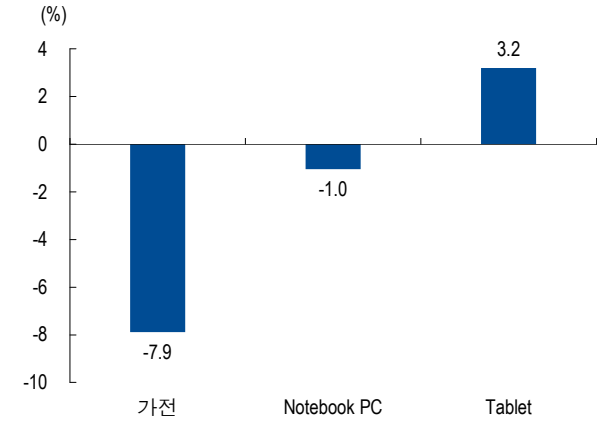
TV 시장도 2023년 말 예상하던 수준을 소폭 하회할 것으로 보인다. 2024년 전체 TV 출하량은 2억5,200만대(+4.2% y-y)로 기존 전망치 대비 4% 정도 낮아진 수준을 예상하며 전년비 증가세가 유지된다는 점이 그나마 긍정적인 부분이다. TV 역시 소비 심리 개선의 지연의 영향을 받았으며 파리 올림픽과 Euro 2024 효과가 미미했기 때문이다.

TV 시장은 2025년에도 강한 성장세를 기대하기는 어려울 것으로 판단한다. 하지만 OLED TV 시장 점유율이 높은 유럽 시장의 최근 회복세는 긍정적이다.

PC 시장도 기대치 하회 예상 아쉬운 AI PC

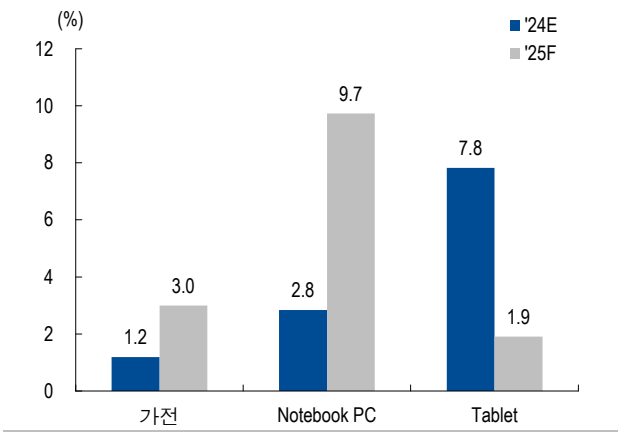
마지막으로 PC는 교체 수요 확대와 AI PC 출시에 따른 수요 개선 기대감이 존재했으나 출하량은 기존 전망 대비 소폭 하회할 것으로 예상되며 태블릿이 주요 IT기기 중 유일하게 전망치를 상회하는 출하량을 기록할 것으로 보인다. 태블릿은 기대치가 낮아져 있는 상황에서 교체 수요가 예상보다 많았던 것이 주된 원인이다.

그림4. 23년말 대비 가전/IT기기 24년 출하량 전망치 변동률



자료: Omdia, NH투자증권 리서치본부 전망

그림5. 2024년~2025년 가전/IT기기 출하량 증가율



자료: Omdia, NH투자증권 리서치본부 전망

3. 디스플레이 - 우려 대비 양호

디스플레이, 스마트폰 회복 및 OLED 확대로 양호

스마트폰을 제외한 대부분의 IT 기기 수요가 2023년 말 예상했던 성장률을 달성하기 어려울 것으로 보이는 가운데 디스플레이 시장은 중국 스마트폰 판매 회복과 OLED 침투율 확대로 우려보다 견조한 성장세를 기록할 것으로 전망한다.

특히 OLED 디스플레이는 스마트폰과 노트북, 모니터 등에서 침투율 상승에 힘입어 2024년 출하량이 11.2억대(+23.8% y-y)를 기록하며 연초 예상했던 전망치 대비 약 20%를 상회할 것으로 기대된다.

'24년 패널 출하량, 당초 추정치 약 4% 상회할 전망

디스플레이 전반적으로 스마트폰의 출하량 회복이 업황 개선세에 가장 큰 영향을 미친 것으로 분석된다. Omdia가 2023년 10월 전망했던 2024년 디스플레이 시장 규모는 출하량 기준 약 35억대 수준이었으나 최근 새로운 전망치에 따르면 약 36.5억대를 기록하며 기존 추정치를 약 4%를 상회할 것으로 보인다.

TV 시장 규모가 기존 추정치보다 소폭 감소한다는 점은 아쉽지만 스마트 워치나 전장용 디스플레이 시장 확대가 TV 출하량의 감소폭을 일부 만회할 것으로 예상된다. 2025년에도 전반적인 IT 수요 확대로 디스플레이 산업 성장세가 이어질 것으로 전망한다.

두드러진 OLED, 출하량 기존 대비 약 20% 상회 전망

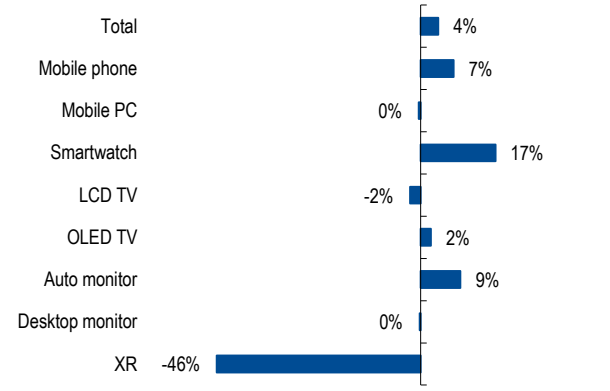
디스플레이 중 특히 OLED 시장의 성장세가 기대치를 크게 상회하고 있는 상황이다. Omdia가 2023년 10월 전망했던 2024년 OLED 디스플레이 시장 규모는 출하량 기준으로 약 9.4억대 수준이었으나 최근 새로운 전망치에 따르면 약 11.2억대를 기록하며 기존 추정치를 약 20%를 상회할 것으로 보인다.

주된 상향 배경은 스마트폰과 노트북, 태블릿 등 IT기기에서의 침투율 확대라고 판단되며 향후 전력 소비량 감소를 위한 탑재가 늘며 시장 성장세가 이어질 것으로 예상한다.

OLED 시장 성장세 이어질 것

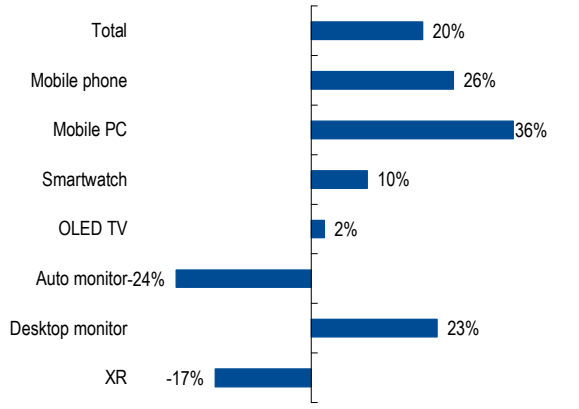
OLED 시장은 2025년에도 스마트폰과 IT기기, 모니터 등의 양호한 판매 증가세에 힘입어 전년비 9% 성장할 것으로 기대된다.

그림6. '23년말 대비 디스플레이 애플리케이션별 전망치 변동률



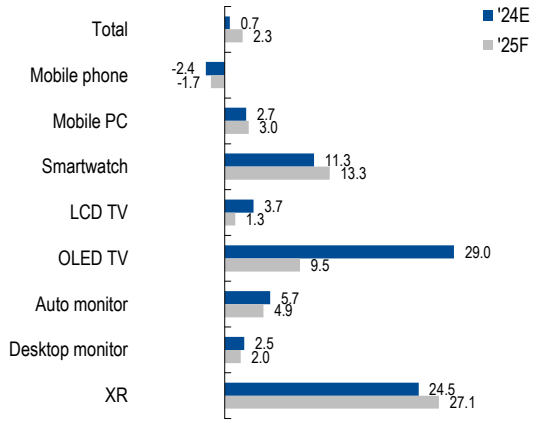
자료: Omdia, NH투자증권 리서치본부

그림7. '23년말 대비 OLED 애플리케이션별 전망치 변동률



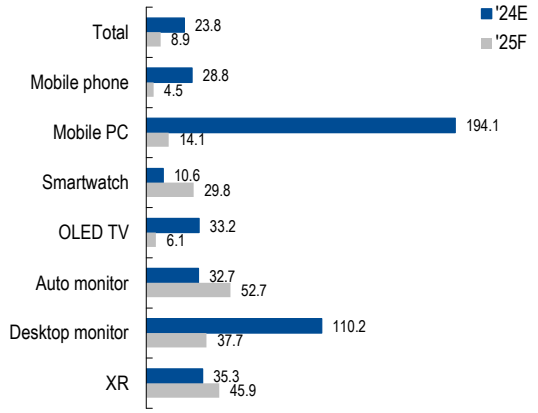
자료: Omdia, NH투자증권 리서치본부

그림8. 디스플레이 애플리케이션별 출하량 성장률



자료: Omdia, NH투자증권 리서치본부

그림9. OLED 애플리케이션별 출하량 성장률



자료: Omdia, NH투자증권 리서치본부

4. On-Device AI - 이상과 현실의 괴리

갤럭시 S24와 AI PC가 보여준 On-Device AI의 현실

세간의 이목이 집중되었던 On-Device AI는 아직 출시되지 않은 Apple의 AI를 제외하면 대부분 2023년 연말과 2024년 상반기에 예상했던 것보다 아쉬운 점이 많았다. 특히 글로벌 시장에서 가장 먼저 출시한 AI 스마트폰인 갤럭시 S24 판매량이 기대치를 하회했고 AI PC도 큰 반향을 불러일으키지 못하고 있기 때문이다.

제한적인 AI 적용, 소비자 관심을 끌기엔 역부족

스마트폰에서 현재 On-Device AI를 탑재한 모델 수 자체가 제한적인 가운데 핵심 기능들도 소비자의 관심을 크게 끌지 못하고 있는 상황이다. 현재 출시된 제품들 중에서는 갤럭시 S24와 Google의 Pixel 9 시리즈가 대표적인데 핵심 AI 기능으로는 통번역, Circle to Search, 사진 편집 등이 제공되고 있다.

Galaxy AI는 초기 AI 기술의 한계를 보여준 사례

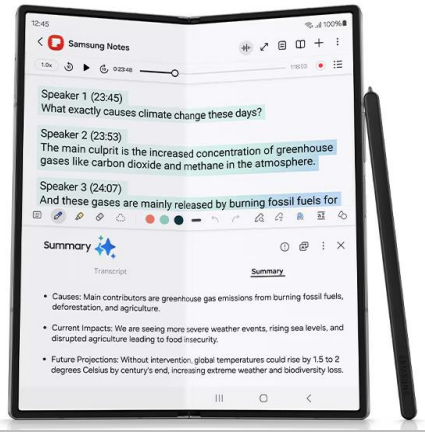
하지만 Galaxy AI에서 제공하는 통번역 기능은 제대로 음성을 인식하지 못하는 등 정확도와 편의성이 기대했던 것보다 낮았고 이미지에서 원을 그려 사물을 인식하는 Circle to Search도 사용자의 주목을 받지 못하고 있는 상황이다. 또한 당초 기대와는 다르게 중화권 업체들의 AI 스마트폰 출시가 늦어지고 있다는 점도 교체 수요가 예상보다 부진한 이유라고 판단한다.

기대되는 Apple Intelligence

반면, Apple의 AI인 Apple Intelligence는 당사의 기대치를 상회했다고 판단한다. 2023년 연말만 하더라도 뚜렷한 AI 출시 계획이 없던 Apple은 6월 개발자 회의를 통해 AI를 공개했고 삼성전자와 Google을 뛰어넘는 기능들을 구현하는데 성공했다.

아직 Apple 자체 애플리케이션인 네이티브 앱(이메일, 메시지 등)을 제외하면 외부 애플리케이션과 호환이 되지 않는다는 점과 영어권에서 먼저 서비스를 시작한다는 점은 아쉽지만 안드로이드 업체들보다 AI 측면에서 기능성이 훨씬 뛰어나다고 판단한다. 향후 Chat GPT와 같은 자체 챗봇 등의 개발을 통해 편의성이 크게 개선될 것으로 전망한다.

그림10. 갤럭시 AI



자료: 삼성전자, NH투자증권 리서치본부

그림11. Apple Intelligence

자료: Apple, NH투자증권 리서치본부

5. 폴더블 디바이스 - 약진하는 중국, 미래는 Apple

폴더블 시장 확대는 유효, 삼성보다는 중국

폴더블 디바이스는 중화권 업체들과 Apple 등 대부분의 하드웨어 업체들이 관심을 보이고 있는 분야로 향후 관련 영역이 스마트폰뿐 아니라 태블릿, 노트북 등 다양한 디바이스로 확대될 것으로 전망한다. 하지만 업체별로는 중화권 업체들의 성장세가 가파른 가운데 삼성전자는 당초 예상보다는 출하량이 감소하는 추세다.

약진하는 중국과는 달리 삼성전자 폴더블 판매 둔화

중화권 스마트폰 제조사들은 최근 다양한 폴더블 스마트폰 제품을 출시해 긍정적인 평가를 받고 있는 상황이다. 반면, 삼성전자는 전작들과 대비해서 디자인 및 기능상의 큰 차별점이 없고 가격이 비싸 예상보다 저조한 출하량을 기록할 것으로 예상한다.

삼성전자 '24년 폴더블 스마트폰 15% 감소 전망

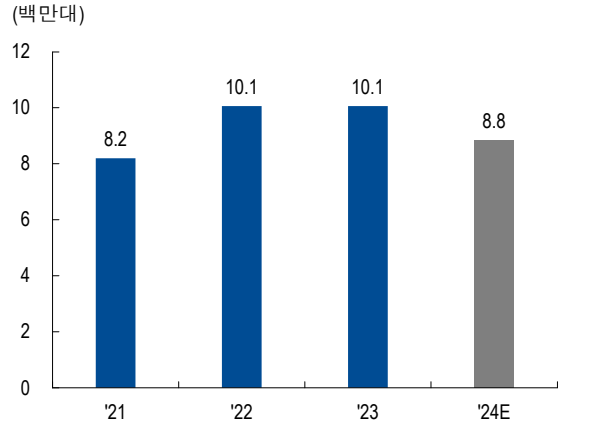
삼성전자의 2024년 폴더블 스마트폰 출하량을 신제품 출시 전 기준으로 약 1,000만대 수준으로 예상했으나 현재는 이보다 15% 감소한 880만대(-12.1% y-y)로 전망한다. 앞서 언급한 하드웨어 혁신 부재뿐 아니라 출시 초기 카메라 모듈의 샤시가 떨어지는 등 제품 완성도 자체의 문제가 판매에 영향을 주고 있는 것으로 판단한다. 대규모 혁신이 있지 없다면 앞으로도 삼성전자의 판매 회복은 쉽지 않을 것으로 보인다.

Apple 폴더블 디바이스 출시에 쏠리는 관심

결국 시장에서 가장 많은 관심이 쏠리고 있는 부분은 Apple의 폴더블 디바이스 출시 시점인데 당사는 빠르면 폴더블 iPhone이 2026년 하반기, 폴더블 iPad가 2027년에 출시될 것으로 예상한다. 디스플레이 업체는 삼성디스플레이로 확정되었으나 아직 구체적인 일정이나 전반적인 서플라이 체인 구성이 정해지지 않아 변동 가능성은 존재한다.

하지만 당사는 머지않아 Apple 폴더블 디바이스 대응을 위한 부품 업체들의 투자가 시작될 것으로 예상하며 이에 관련 업체인 세경하이테크와 비에이치 등을 주목해야 한다고 판단한다.

그림12. 삼성전자 폴더블 스마트폰 출하량 감소세



자료: Counterpoint, NH투자증권 리서치본부 전망

그림13. Apple 폴더블 스마트폰

자료: Forbes, NH투자증권 리서치본부

6. 유리기판 - 명과 암

다소 낮아진 유리기판 기대감

지난 2023년 9월 Intel이 차세대 패키징 기판으로 유리기판을 언급한 후 국내 SKC의 자회사 Absolics와 삼성전기의 유리기판 개발 및 양산에 대한 내용들이 언론에 공개되면서 유리기판이 2024년 상반기 뜨거운 관심을 받았다. 하지만 6월 이후로 양산 지연 우려와 IT섹터의 전반적인 주가 조정 영향으로 현재는 소강기에 접어들었다.

개발 및 양산 일정은 예정대로 진행 중

현재 유리기판은 예상대로 개발 및 양산준비가 이뤄지고 있는 상황이다. 업체별로는 국내 SKC Absolics와 삼성전기가 2025~2026년 양산을 여전히 목표로 하고 있고 AMD와 같은 반도체 업체도 비슷한 시기에 유리기판을 활용하겠다고 언급했다.

글로벌 업체들의 관심 확대 긍정적

오히려 그동안 미온적이던 Ibiden과 Shinko 등 일본 기판 업체들이 유리기판을 차세대 패키징의 한 축으로 언급하며 개발 및 양산 시점(2026~2027)을 하반기부터 제시하기 시작하는 등 예상보다 글로벌 업체들의 움직임이 빨라지고 있다.

SKC Absolics 수율 개선, 고객사 채택 여부가 핵심

업체 중에는 여전히 SKC Absolics의 움직임이 가장 빠르며 당초 계획인 2024년 내 고객사 최종 승인 및 2025년 1분기 양산 계획에 맞춰 프로세스를 진행하고 있는 상황이다. 상반기에는 수율에 대한 우려가 있었으나 당사가 최근 파악한 바로는 수율이 크게 개선된 것으로 보인다. 지금부터는 수율보다는 고객사의 채택 여부가 중요할 것이다.

삼성전기, 2026년 양산 계획

삼성전기도 여전히 유리기판 개발 및 양산 준비를 하고 있으나 SKC보다는 상대적으로 소극적일 것이다. 하지만 2026년 양산 계획은 변함이 없을 것으로 예상한다.

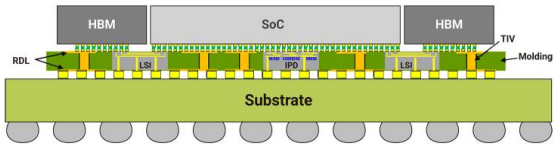
최근 CoWoS L 등 대면적 기판 기술 개발도 활발

반면 최근 유리기판을 대체할 수 있는 CoWoS-L과 같은 대면적 기판에 대한 기술 개발 및 고객사 테스트도 동시에 진행되고 있다는 점을 고려했을 때 유리기판 만의 성능 차별화 필요성이 높아졌다는 점도 고려해야할 부분이라고 판단한다.

그림14. 앱솔릭스 유리기판

자료: Absolics, NH투자증권 리서치본부

그림15. CoWoS-L 기판



자료: TSMC, NH투자증권 리서치본부

7. XR - 아픈 손가락

아쉬웠던 Apple Vision Pro 에 대한 반응

IT 하드웨어의 모든 세그먼트 중 2023년 말 기대치 대비 가장 아쉬운 부문이 바로 XR 이라고 판단한다. 기대작이었던 Apple Vision Pro의 반응이 생각보다 약했고 이후에 다른 모멘텀이 부재했기 때문이다. 하지만 중장기적으로 XR 시장의 확대에 대해서는 여전히 긍정적인 시각을 유지한다.

판매량보다 혁신적 기기에 대한 미온적 반응이 문제

먼저 Apple Vision Pro의 판매량에 대한 기대치(20만~30만대)가 높진 않았기 때문에 판매량 자체가 예상을 크게 하회했다고 보긴 어렵다. 하지만 오랜만에 출시된 Apple의 혁신적인 하드웨어라는 점을 고려했을 때 소비자의 반응이 약했다는건 아쉬운 부분이다.

초기 제품임에도 지나치게 비싼 가격이 패착 요인

출시 이전에 생각지 못했던 Vision Pro의 가장 큰 단점은 익숙하지 않은 초기 하드웨어 치고는 지나치게 높은 가격이라고 판단한다. 물론 고기 한 근(600g)을 조금 상회하는 무게와 전용 콘텐츠의 부족도 단점이지만 이는 충분히 커버가 가능하기에 큰 문제로 보기는 어렵다.

양산형 모델은 우려보다 양호한 반응 기대

바꿔 말하면 2025년 하반기 출시 가능성이 있는 Vision Air와 같은 양산형 모델에 대한 소비자의 반응이 생각보다 뜨거울 수 있다. 당사 애널리스트가 100명이 넘는 사용자들에게 Vision Pro를 시현했을 때 대부분 예상보다 만족도가 높았다는 점도 이를 뒷받침할 수 있는 근거라고 판단한다.

Connect 2024, 저가 Quest 3S와 AI 접목 AR 공개 예상

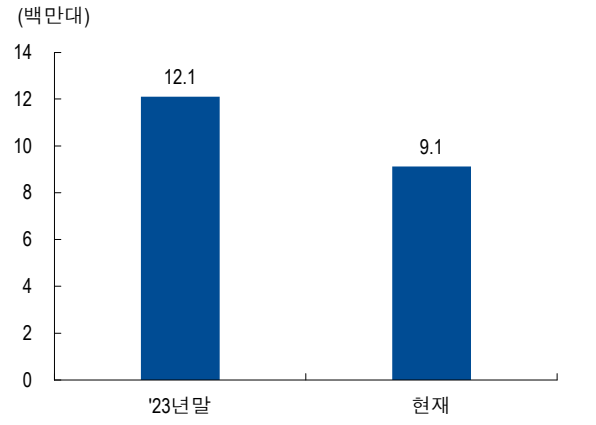
또한 미국 현지시간으로 9월 25일부터 시작될 Meta Connect 2024도 XR에 대한 기대감을 다시 심어줄 수 있는 이벤트가 될 수 있다. 이번 행사를 통해 Meta Platforms가 저가 XR인 Quest 3S와 AI를 접목한 차세대 AR 안경을 보여줄 가능성이 높다는 점도 관련 생태계에는 긍정적이다.

삼성전자 XR, 10월 중순 공개 및 2025년 출시

삼성전자도 지난 7월 갤럭시 언팩 이벤트에서 연내 XR 기기를 공개하겠다고 밝혔고 당사가 파악한 바로는 공개 시점이 10월 중하순일 가능성이 높다. 이 시점에 실제로 기기가 공개된다면 국내 관련된 업체들의 모멘텀이 다시 커질 것이다.

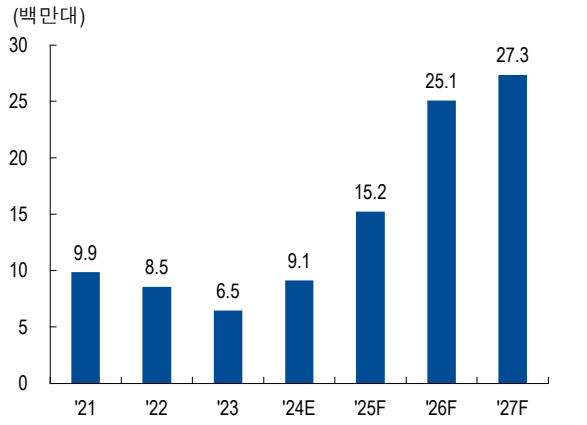
중장기적으로는 Apple과 Meta, 삼성전자, 중화권 업체들의 관련 제품 출시가 이어지고 전용 콘텐츠도 자연스럽게 확대될 것으로 예상되며 이에 따라 XR 시장은 성장을 지속할 것으로 판단한다.

그림16. 2024년 XR 기기 출하량 전망치 변화



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림17. 연간 XR 기기 출하량 전망



자료: Counterpoint, NH투자증권 리서치본부 전망

III. 커버리지 밸류에이션 및 실적에 대한 고찰

IT하드웨어 업종, 지수 수익률 하회

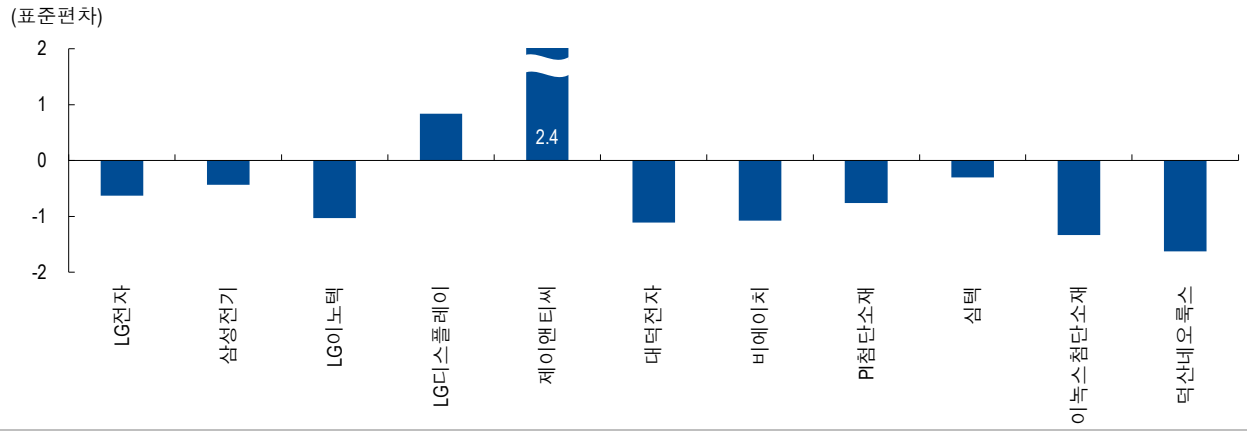
IT하드웨어 업종과 당사 주요 커버리지 종목들 수익률은 일부 종목을 제외하면 시장 수익률을 하회하고 있는 상황이다. 역사적으로 낮아진 밸류에이션에도 불구하고 과거 대비 모멘텀이 부족하고 실적 성장률도 다른 IT산업 대비 낮아졌기 때문이다.

특히 커버리지 중 실적 전망치는 이전보다 지속적으로 상향되고 있는데 반해 밸류에이션은 역사적 저점으로 낮아져 있는 LG전자, 이녹스첨단소재, 비에이치 등의 종목들은 과매도 구간에 들어와있는 것으로 보인다.

추가 하락을 우려하기보다 상승 기회 모색 필요

하지만 절대적인 밸류에이션 수준이 역사적 저점까지 낮아진 종목들이 많아졌다는 사실에 집중할 필요가 있다. 과거 이런 상황에서 작은 모멘텀으로도 강한 주가 반등이 나타는 사례가 있다는 점을 고려했을 때 지금부터는 추가 하락을 우려하기보다는 상승 가능성에 대한 기회를 모색하는 것이 합리적이라고 판단된다.

그림18. 당사 커버리지 12개월 선행 PBR 점검



주: 2014.01.01~2024.08.23 기준; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

1. 이제는 언더퍼폼하기 어려운 밸류에이션 및 업황

IT하드웨어, YTD로 코스피 15.4% 언더퍼폼

IT하드웨어 업종은 YTD 수익률 기준으로 코스피 지수를 약 15.4% 언더퍼폼했으며 코스닥 지수는 0.6% 아웃퍼폼했다.(2024년 8월 23일 종가 기준, 이하 동일) 섹터 특성상 몇 개의 대형주를 제외하면 중소형주 비중이 높고 반도체와 다르게 AI 수혜를 직접적으로 받지 못해 코스피 지수 수익률을 크게 하회한 것이라고 판단한다.

향후 아웃퍼폼 가능성 높다고 판단

하지만 과거 지수 흐름과 절대적으로 낮은 밸류에이션 수준, 중장기 IT기기의 수요 개선세를 고려했을 때 향후 지수를 언더퍼폼하기보다는 아웃퍼폼할 가능성이 높다고 예상한다. 따라서 IT하드웨어의 비중을 확대하는 것이 합리적인 투자 방향이라고 판단한다.

주요 커버리지 종목을 살펴보면 대형주에서 삼성전기와 LG디스플레이가 코스피 지수를 각각 10%, 21.8% 하회하면서 가장 큰 폭으로 언더퍼폼했고 중소형주에서는 심텍과 대덕전자가 각각 35.4%, 34% 지수를 하회했다. 반면 대형주에서는 LG이노텍이 7.2%, 중소형주에서는 제이앤티씨가 68.5% 지수를 상회하며 가장 양호한 수익률을 기록했다.

참고로 해외 종목 중에서는 Qualcomm과 Apple이 각각 나스닥 지수를 5%, 2.6% 상회하며 시장 수익률을 상회했고 일본의 기판 업체인 Ibiden이 토픽스 지수 대비 41.8% 언더퍼폼하며 가장 부진한 수익률을 기록했다.

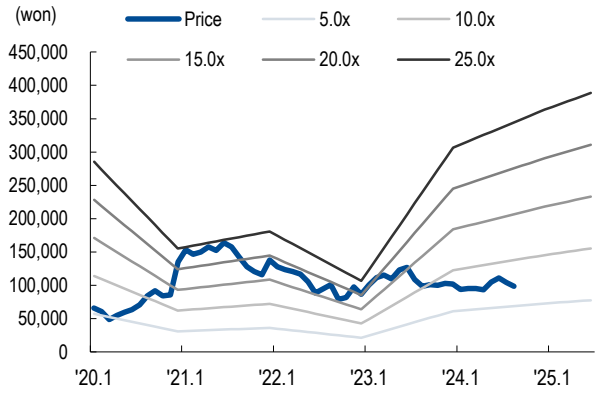
결론적으로 당사는 가장 수익률이 좋지 않았던 업체들의 하반기 및 2025년 주가 상승폭이 확대될 가능성이 높다고 판단한다.

전반적으로 역사적 밸류에이션 저점에 근접한 상황

밸류에이션 측면에서는 IT하드웨어 업종 전체적으로 밴드 하단에 위치하고 있으며 일부 업체들의 경우 밸류에이션이 역사적 저점보다도 낮아진 업체들이 존재해 섹터 전반적인 저평가 상황이 지속되고 있는 상황이다.

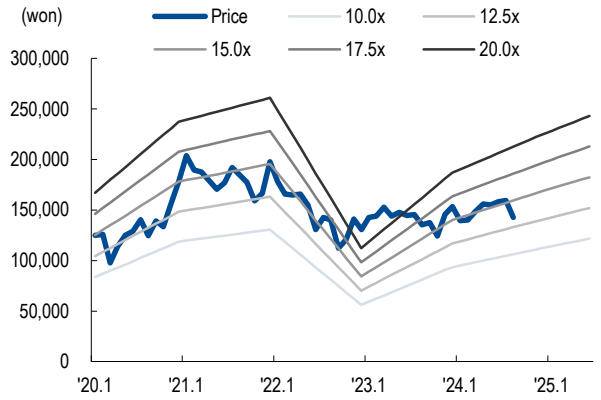
대형주에서는 LG전자와 LG이노텍, 삼성전기 등이 역사적 밸류에이션 저점에 근접해 있으며 중소형주에서는 비에이치, 대덕전자, 덕산네오룩스, 이녹스첨단소재 등의 밸류에이션이 가장 낮은 수준이다. 절대적으로 밸류에이션이 낮은 업체들의 경우 작은 호재에도 주가 회복이 가파를 수 있어 하반기 및 2025년 주목할 필요가 있다.

그림19. LG전자 12MF PER 밴드



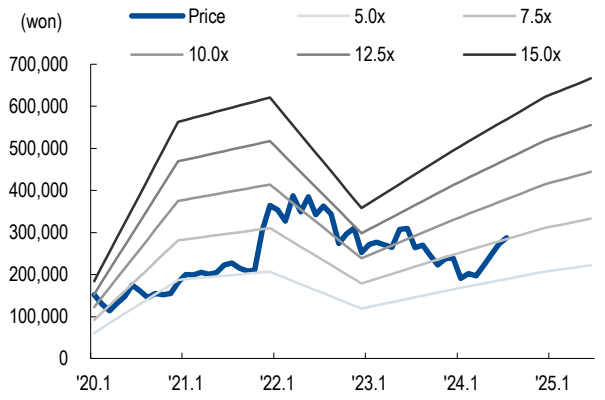
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림20. 삼성전기 12MF PER 밴드



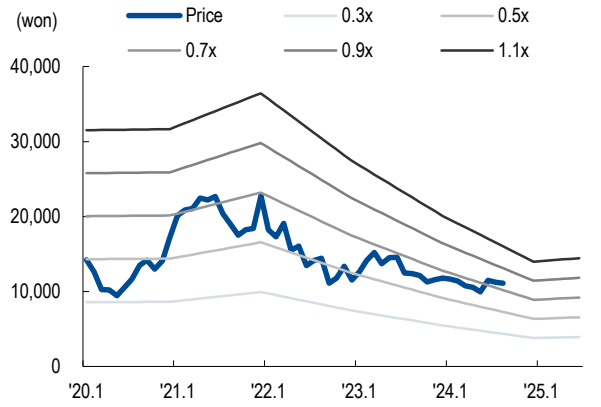
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림21. LG이노텍 12MF PER 밴드



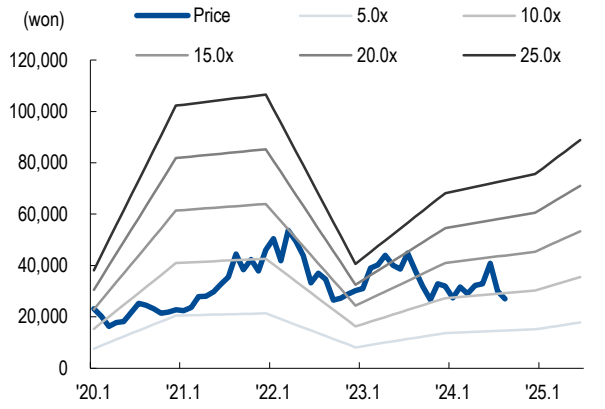
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림22. LG디스플레이 Trailing PBR 밴드



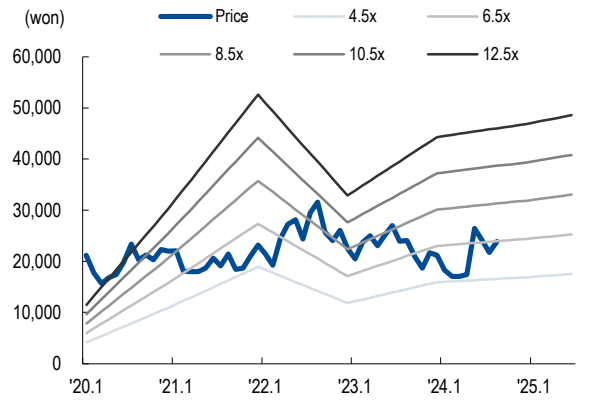
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림23. 이녹스첨단소재 12MF PER 밴드



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림24. 비에이치 12MF PER 밴드



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2. 커버리지 종목 실적 추정치 변동폭 점검

추정치가 상향된 업체들이 하향된 업체들보다 많음

IT하드웨어 업종 내 당사에서 Buy 투자의견을 유지하고 있는 커버리지 종목들의 실적 전망 변화(vs. 1분기 실적 발표)를 살펴보면 추정치가 상향된 업체가 7개, 하향된 업체가 5개로 실적 추정치가 상향된 업체들이 조금 우세했다. 대형주에서는 LG디스플레이와 LG전자의 실적 상향폭이 가장 컸고, 중소형주에서는 이녹스첨단소재와 비에이치가 크게 상향되었다.

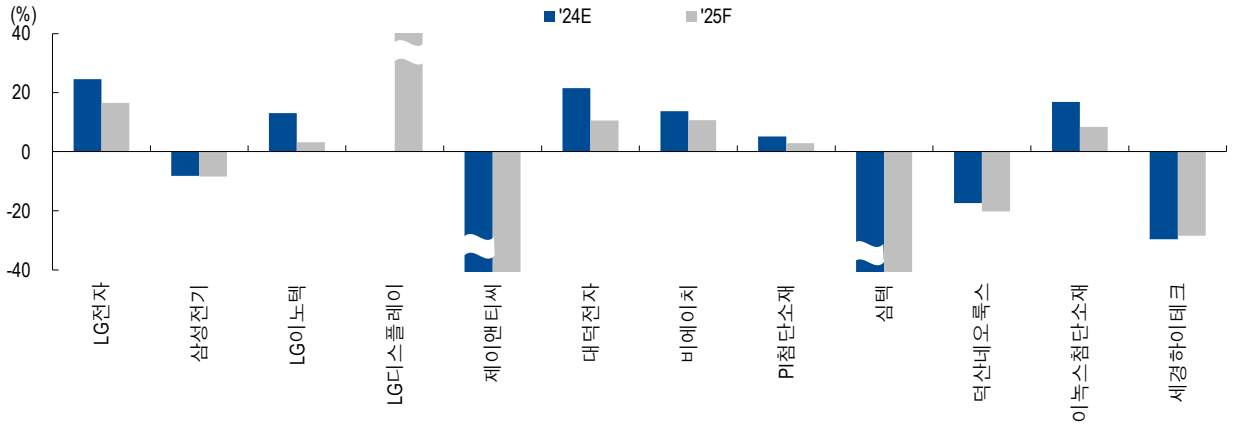
반면 대형주에서는 삼성전기 실적 추정치가 하향되었고 중소형주에서는 제이앤티씨와 세경하이테크의 실적 추정치 하향폭이 가장 컸다.

시장 컨센서스의 변동률도 당사가 보수적으로 추정했던 대덕전자를 제외하면 전반적으로 당사 추정치 변동률과 유사했다.

LG전자, 이녹스첨단소재, 비에이치 저평가

밸류에이션과 실적 변동폭을 고려했을 때 대형주에서는 LG전자, 중소형주에서는 이녹스첨단소재와 비에이치가 펀더멘털 대비 가장 언더퍼폼한 것으로 보인다. 가전과 OLED, iPhone 그리고 폴더블 디바이스 등 전방산업 업황이 개선될 가능성이 높다는 점에서 현재 과도한 저평가 구간이라고 판단한다.

그림25. 업체별 지난 5월 당사 추정치 대비 최근 연간 영업이익 추정치 변동률 (단위: %)



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

IV. 투자 아이디어 - 단기 및 중장기 모멘텀이 관건

낮은 밸류에이션, 모멘텀만 있다면 기회는 생길 것

산업과 종목에 대한 내용을 복기해 봤을 때 현재 IT하드웨어 업종은 중장기 모멘텀이 충분히 있지만 단기 모멘텀이 부족해 전반적으로 밸류에이션이 디스카운트되어 지수 대비 수익률이 부진한 상황이다. 하지만 이미 역사적 저점까지 밸류에이션이 낮아진 상황에서 추가적인 하락보다는 기회를 엿보는 것이 합리적이라 판단한다.

단기 및 중장기 주목해야할 이벤트

모멘텀 측면에서 당사가 기대하는 이벤트는 단기적으로 1)독일 가전 박람회(IFA), 2)Apple iPhone 16 시리즈 출시, 3)Meta Connect 2024 등이며 중장기적으로는 1)SKC Absolics 유리기판 양산, 2)Apple 폴더블 디바이스 관련 투자 공시, 3)중화권 디스플레이 업체들의 OLED 투자, 4)Apple Vision Air 및 삼성전자 XR 기기 출시 등이다.

독일 가전박람회, 9월 5일 개최 LG전자 긍정적

먼저 단기적으로 모멘텀을 기대하는 이벤트 중 일정이 가장 빠른 행사는 독일에서 개최되는 IFA로 9월 5일(이하 한국시간)에 개최된다. 해당 이벤트에서 LG전자의 AI 가전 플랫폼이 공개될 것으로 예상되어 LG전자 주가에 모멘텀으로 작용할 것으로 기대된다.

iPhone 16 시리즈, 9월 10일 공개

iPhone 16 시리즈는 9월 10일 공개될 예정인데 아직 판매 흥행 여부에 대해 시장이 확신을 가지지 못하고 있는 만큼 초기 소비자 판매 반응이 중요하다고 판단된다. 특히 AI를 접목한 첫 iPhone이고 IT 하드웨어에 큰 영향을 줄 수 있어 초기 판매가 양호할 경우 IT 전반에 모멘텀으로 작용할 것으로 예상한다.

Connect 2024, 9월 25일 개최

Meta Connect 2024도 XR 시장에서 단기 모멘텀으로 작용할 수 있다. 9월 25일 개최 예정인 해당 행사에서 저가 XR인 Quest 3S와 AI를 접목한 AR 안경이 공개될 가능성이 높다. 특히 AI를 접목한 AR 안경의 소비자 반응이 긍정적일 경우 향후 XR 성장성에 대한 의구심이 해소될 수 있을 것이라 기대한다.

SKC 유리기판, '24년 4분기 승인 '25년 1분기 양산

중장기적으로 기대하는 모멘텀은 유리기판에서 SKC의 양산 테스트 통과 및 양산이 시작되는 시점이다. 빠르면 2024년 4분기에 양산 테스트 통과가 기대되어 관련 업체들이 다시 모멘텀을 받을 가능성이 있다.

Apple 폴더블 디바이스 모멘텀에도 주목

Apple의 폴더블 디바이스 관련 서플라이 체인의 투자 공시도 중장기적으로 기대하는 주요 모멘텀이다. 아직 삼성디스플레이를 제외하고 양산시점이나 물량, 부품 업체들이 대부분 미정이나 빠르면 2024년 9월, 늦어도 2025년 상반기에는 관련 투자 공시들이 나올 가능성이 있어 관련 업체들을 항상 주시해야한다.

중국 OLED 투자, 2025년 본격화

투자를 이미 결정한 BOE뿐 아니라 Visionox나 Tianma, CSOT 등 중화권 업체들의 8세대 및 6세대 OLED 투자도 중장기적으로 기대하는 모멘텀이다. 향후 소비전력 절감 등을 위해 OLED 침투율이 지속적으로 상승할 것이라는 점을 고려했을 때 중장기 OLED 투자 확대 사이클이 재개될 것으로 예상한다.

Vision Air 등 XR기기 출시 확대

마지막으로 Apple Vision Pro의 양산형 제품인 Vision Air와 삼성전자의 XR기기 출시도 2025년에 기대하는 모멘텀이다. 아직 확정된 부분은 없으나 두 업체의 신제품이 2025년에 출시될 가능성이 높다는 점은 XR 시장에 긍정적인 내용이라고 판단한다.

단기 및 중장기 모멘텀 수혜 업체

Top-Picks 관점에서는 밸류에이션이 역사적 저점까지 낮아졌으면서도 실적 전망이 지속적으로 상향되고 있는 **LG전자, 비에이치, 이녹스첨단소재** 등을 추천한다.

당사는 IT하드웨어 업종에 속한 대부분의 종목들이 저평가되어 있어 단기 및 중장기 모멘텀이 부각될 업체들에서 투자 기회를 모색해야 한다고 판단한다. 먼저 단기적으로는 1)**독일 가전 박람회(IFA)에서 LG전자**의 모멘텀이 기대되고, 2)**iPhone 16** 시리즈 출시와 관련해서는 **LG이노텍, LG디스플레이, 비에이치, PI첨단소재**, 3)**Meta Connect 2024** 에서는 **사피엔반도체**가 부각될 것으로 기대한다.

중장기 모멘텀 측면에서는 1)**SKC Absolics 유리기판** 양산과 관련해 **삼성전기, 제이앤티씨, 필옵틱스, 켐트로닉스**, 그리고 2)**Apple 폴더블** 디바이스 관련 투자 공시에서는 **세경하이테크와 비에이치**, 3)**중화권** 디스플레이 업체들의 **OLED 투자**에서는 **선익시스템과 AP시스템**, 4)**Apple Vision Air** 및 **삼성전자 XR** 기기 출시에서는 **선익시스템, 나무가, 덕우전자** 등이 주목 받을 가능성이 높다.

그림26. IT하드웨어 업종 단기 및 중장기 모멘텀 및 수혜 업체

IT하드웨어 단기. 중장기 모멘텀	관련 종목
독일 가전 박람회	LG전자
iPhone 16 출시	LG이노텍, LG디스플레이, 비에이치, PI첨단소재
Meta Connect 2024	사피엔반도체
SKC Absolics 유리기판 양산	삼성전기, 제이앤티씨, 필옵틱스, 켐트로닉스
Apple 폴더블	세경하이테크, 비에이치
중화권 OLED 투자	선익시스템, AP시스템
Apple Vision Air, 삼성전자 XR	선익시스템, 나무가, 덕우전자

자료: NH투자증권 리서치본부

LG전자 (066570.KS)

견조한 실적 및 AI 모멘텀 긍정적

동사는 2023년 말부터 실적 전망이 지속적으로 상향되고 있으나 밸류에이션은 역사적 저점. AI 관련 모멘텀이 부각되는 경우 주가 재평가 가능할 것

Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

※ESG Index/Event는 21페이지 참조

지속적 실적 상향에도 저평가, AI관련 모멘텀 부각 기대

동사는 실적 전망치가 지속적으로 상승하고 있고 밸류에이션은 역사적 저점임에도 불구하고 YTD 기준 주가 상승률은 코스피를 소폭 하회. 향후 AI 가전이나 글로벌 테크 업체들과의 AI 파트너십 등 신규 모멘텀이 부각되면 주가 상승폭 커질 것으로 기대되어 투자의견 Buy 유지

최근 양호한 실적에도 불구하고 주가가 약세였던 이유는 운송비 상승에 대한 우려가 존재하기 때문. 당사도 이를 고려해 동사 2025년 영업이익을 기존 대비 6.3% 하향 조정. 그러나 가전부문의 글로벌 경쟁업체들의 밸류에이션 상승을 고려해 기존 목표 PER 8배에서 10배로 상향하며 목표주가 150,000 유지

3분기 실적 양호, IFA에서 AI가전 플랫폼 공개

동사 3분기 영업이익으로 1조1,061억원(+11% y-y) 수준을 전망하며 컨센서스를 상회할 것으로 예상. 가전부문의 양호한 업황이 이어지고 있고 운송비 상승폭이 우려보다는 크지 않을 것으로 기대되기 때문

당사는 9월 5일 개최되는 독일 가전박람회(IFA)에서 AI를 접목한 가전 플랫폼을 공개할 것으로 예정. 사용자의 편의성 확대 기여 정도에 따라 중장기적으로 밸류에이션 재평가가 가능할 것으로 예상. 현재 주가는 우려보다는 기회가 많은 레벨이라고 판단되어 저가 매수 권고

LG전자 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E				4Q24F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	20,709	23,104	21,096	21,694	22,280	7.6	2.7	21,932	24,716
영업이익	997	313	1,335	1,196	1,106	11.0	-7.5	1,041	879
영업이익률	*4.8*	*1.4*	*6.3*	*5.5*	*5.0*			*4.7*	*3.6*
세전이익	649	-99	978	897	1,029	58.5	14.8	934	639
(지배)순이익	385	-306	475	559	613	59.0	9.6	542	384

자료: LG전자, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가	**150,000원 (유지)**
현재가 (24/08/30)	**99,400원**
업종	**전기전자**
KOSPI / KOSDAQ	2674.31 / 767.66
시가총액(보통주)	16,266.6십억원
발행주식수(보통주)	163.6백만주
52주 최고가('24/07/23)	113,900원
최저가('24/08/05)	89,700원
평균거래대금(60일)	86,802백만원
배당수익률(2024E)	3.08%
외국인지분율	32.5%
주요주주	
LG전자 외 2 인	33.7%
국민연금공단	7.5%

주가상승률	**3개월**	**6개월**	**12개월**
절대수익률 (%)	-6.5	4.7	-0.7
상대수익률 (%p)	-7.9	3.5	-4.9

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	84,228	89,786	95,090	99,006
증감률	0.9	6.6	5.9	4.1
영업이익	3,549	4,516	5,064	5,407
증감률	-0.1	27.3	12.1	6.8
영업이익률	4.2	5.0	5.3	5.5
(지배지분)순이익	713	2,021	2,394	2,722
EPS	4,267	12,263	14,542	16,542
증감률	-41.0	187.4	18.6	13.8
PER	23.9	7.9	6.7	5.9
PBR	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.8	3.0	2.6	2.2
ROE	3.7	9.9	10.9	11.4
부채비율	156.4	147.0	139.7	131.5
순차입금	4,763	2,784	821	-2,292

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

LG전자는 TV 등을 제조하는 HE본부, 가전을 제조하는 HA본부, 차량용 전장부품을 제조하는 VS본부, 인포메이션 디스플레이 및 태양광 모듈 사업을 영위하는 BS본부 총 4개 부문으로 구성. 가전 및 TV 사업이 Cash cow 역할을 맡고 있으며 전장부품, 태양광 모듈 사업 등으로 성장성을 더하고 있음. 타 경쟁사와 비교 시 사업 영역이 다변화(전장부품, 가전 렌털, 태양광 모듈 등) 되어 있어 장기적인 성장이 가능하다고 평가. 글로벌 자동차 부품 업체인 Magna와의 합작법인 설립으로 전장부품 사업을 강화 중

Share price drivers/Earnings Momentum

- 신성장 가전 포트폴리오 확대로 가전 사업 실적 성장
- TV사업의 제품 믹스 개선 효과에 따른 수익성 개선

Downside Risk

- 수요 위축에 따른 TV, 가전 등 판매 부진
- 자동차 수요 감소로 인한 전장 사업의 실적 정상화 지연

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
TCL	8.2	6.8	0.6	0.5	7.2	8.0
Whirlpool	8.9	8.2	2.1	1.9	23.5	23.5
Electrolux	-	9.0	2.3	1.8	-0.7	20.0
Vitesco	9.5	6.8	0.7	0.7	7.6	10.0
Asustek	12.6	12.4	1.6	1.5	12.6	12.3

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	12.0	23.9	7.9	6.7	5.9
PBR	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	6.6	3.7	9.9	10.9	11.4
ROIC	11.6	8.0	13.9	15.2	16.4

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

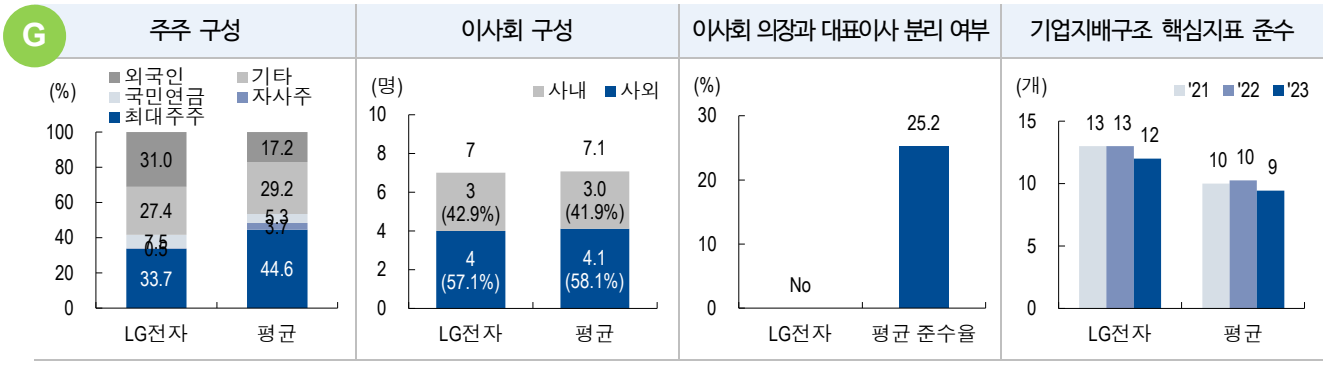
(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**56,509**	**55,367**	**61,396**	**61,342**	**62,306**	**58,058**	**74,722**	**83,467**	**84,228**
영업이익	1,192	1,338	2,469	2,703	2,436	3,905	3,864	3,551	3,549
영업이익률(%)	*2.1*	*2.4*	*4.0*	*4.4*	*3.9*	*6.7*	*5.2*	*4.3*	4.2
세전이익	593	722	2,558	2,009	529	3,343	3,543	2,540	1,870
순이익	**249**	**126**	**1,870**	**1,473**	**180**	**2,064**	**1,415**	**1,863**	**1,151**
지배지분순이익	**124**	**77**	**1,726**	**1,240**	**31**	**1,968**	**1,032**	**1,196**	**713**
EBITDA	3,125	3,081	4,236	4,703	4,943	6,421	6,703	6,536	6,767
CAPEX	1747	2019	2576	3166	2072	2282	2648	3117	3270
Free Cash Flow	872	1,139	-409	1,375	1,617	2,347	29	-9	2,644
EPS(원)	713	423	10,498	7,494	107	11,897	6,210	7,232	4,267
BPS(원)	64,294	66,288	73,129	78,820	79,245	85,368	95,284	105,025	108,745
DPS(원)	400	400	400	750	750	1,200	850	700	800
순차입금	5,964	5,483	5,991	6,521	5,625	3,927	3,705	4,524	4,763
ROE(%)	1.1	0.7	13.7	9.0	0.2	13.2	6.3	6.6	3.7
ROIC(%)	3.0	2.3	14.3	13.0	3.3	17.0	13.7	11.6	8.0
배당성향(%)	52.4	84.7	3.8	9.9	390.5	9.9	13.4	9.5	18.3
배당수익률(%)	0.7	0.8	0.4	1.2	1.0	0.9	0.6	0.8	0.8
순차입금 비율(%)	45.9	41.0	40.8	40.0	34.2	22.4	18.4	20.1	20.3

자료: LG전자, NH투자증권 리서치본부

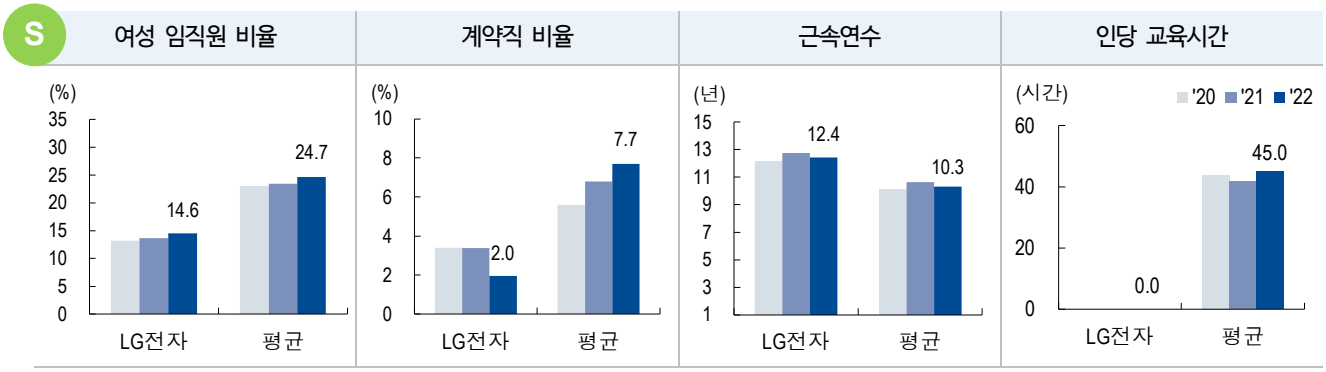
ESG Index & Event

G



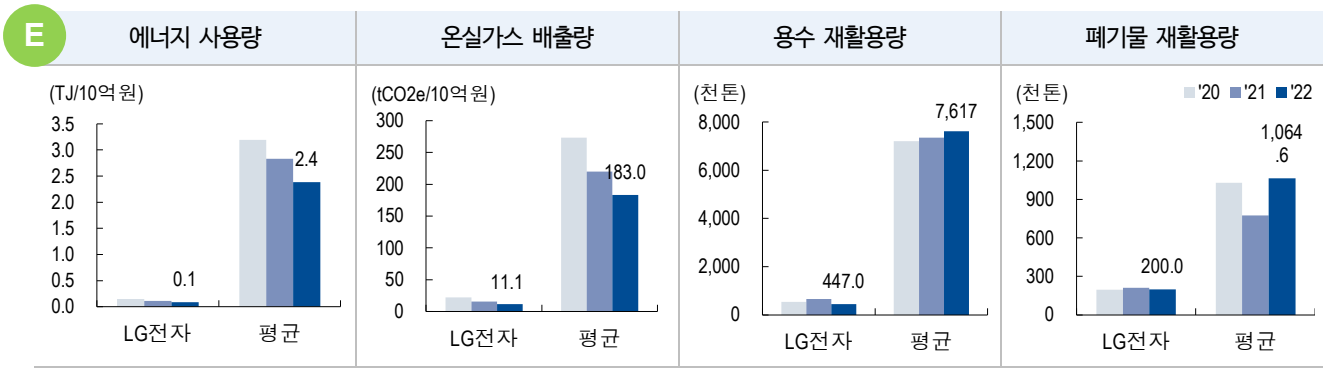
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: LG전자, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: LG전자, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: LG전자, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2024.04	- 북미 본사 '폴리네이터 정원' 개장, 미국 국립야생동물연맹으로부터 야생 서식지 인증 획득
	2024.04	- LG OLED TV, 영국 카본트러스트와 스위스 SGS로부터 4년 연속 환경 관련 제품 인증 획득
S	2024.06	- 인권 원칙 제정. 인권 관련 방침을 통합 및 주요 영역 (강제노동, 아동노동, 근로시간 등) 선정
G	2003.03	- 지주회사 LG 출범
	2020.12	- LG전자와 Magna, 전기차 파워트레인 합작법인 설립

자료: 언론종합, LG전자, NH투자증권 리서치본부

표1. LG전자 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	84,228	89,786	95,090	99,006
	- 수정 전	-	89,832	95,734	100,173
	- 변동률	-	-0.1	-0.7	-1.2
영업이익	- 수정 후	3,549	4,516	5,064	5,407
	- 수정 전	-	4,528	5,402	5,902
	- 변동률	-	-0.3	-6.3	-8.4
영업이익률(수정 후)		4.2	5.0	5.3	5.5
EBITDA		6,767	7,920	8,610	9,105
(지배지분)순이익		713	2,021	2,394	2,722
EPS	- 수정 후	4,267	12,263	14,542	16,542
	- 수정 전	-	12,228	15,889	18,325
	- 변동률	-	0.3	-8.5	-9.7
PER		23.9	7.9	6.7	5.9
PBR		0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA		3.8	3.0	2.6	2.2
ROE		3.7	9.9	10.9	11.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. LG전자 NAV(순자산가치) 산정 (단위: 십억원, %)

구분	금액	지분율	비고
영업가치	24,346		
HE(TV)	2,936		목표 PER: 글로벌 Peer 평균 9배 적용 비교대상 글로벌 Peer: TCL
HA(가전)	19,129		목표 PER: 글로벌 Peer 평균 10배 적용 비교대상 글로벌 Peer: Whirlpool, Electrolux
VS(전장)	2,226		목표 PER: 글로벌 Peer 평균 9배 적용 비교대상 글로벌 Peer: Vitesco
BS and Others	55		목표 PER: 글로벌 Peer 평균 12배 적용 비교대상 글로벌 Peer: Dell, Asus, Lenovo
투자자산가치	3,326		2024년 8월 30일 기준
LG이노텍	1,879	40.8%	30% 할인
LG디스플레이	1,447	37.9%	30% 할인
EV	27,672		영업가치 + 투자자산가치
순차입금	2,784		
NAV	24,888		EV - 순차입금
주식수(천주)	163,648		
주당 NAV	152,082		NAV/주식수
목표주가	150,000		
현재가	99,400		
% upside	50.9		

주: 각 사업부 영업가치는 2025E 영업이익에서 목표 PER과 세율 25%를 적용해서 산출
자료: LG전자, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. LG전자 연간 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	**62,306**	**58,058**	**73,908**	**83,467**	**84,228**	**89,786**	**95,090**	**99,006**
HE(TV)	13,315	13,174	17,209	15,724	14,233	14,902	15,656	16,129
HA(가전)	21,466	22,221	27,077	29,888	30,116	33,137	34,628	35,666
VS(전장)	5,465	5,802	7,194	8,650	10,148	10,880	11,914	12,808
BS(B2B)	2,672	6,011	6,958	6,231	5,412	5,835	5,980	6,130
기타	5,713	1,761	1,057	3,383	3,714	2,941	3,015	3,084
LGI	7,712	9,089	14,413	19,592	20,605	22,091	23,896	25,189
영업이익	**2,436**	**3,905**	**4,058**	**3,551**	**3,549**	**4,516**	**5,064**	**5,407**
HE(TV)	789	931	1,100	6	362	394	435	462
HA(가전)	1,996	2,291	2,222	1,132	2,008	2,336	2,551	2,706
VS(전장)	-195	-380	-933	170	133	250	330	381
BS(B2B)	247	361	144	-41	-42	5	6	6
기타	206	96	265	1,013	256	395	457	478
LGI	403	607	1,259	1,271	831	1,136	1,286	1,374
영업이익률	**3.9**	**6.7**	**5.5**	**4.3**	**4.2**	**5.0**	**5.3**	**5.5**
HE(TV)	5.9	7.1	6.4	0.0	2.5	2.6	2.8	2.9
HA(가전)	9.3	10.3	8.2	3.8	6.7	7.0	7.4	7.6
VS(전장)	-3.6	-6.6	-13.0	2.0	1.3	2.3	2.8	3.0
BS(B2B)	9.2	6.0	2.1	-0.7	-0.8	0.1	0.1	0.1
기타	3.6	5.5	25.1	29.9	6.9	13.4	15.1	15.5
LGI	5.2	6.7	8.7	6.5	4.0	5.1	5.4	5.5
세전이익	**529**	**3,343**	**3,839**	**2,540**	**1,870**	**3,533**	**4,185**	**4,757**
지배지분순이익	**31**	**1,968**	**1,032**	**1,196**	**713**	**2,021**	**2,394**	**2,722**

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. LG전자 분기 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F
매출액	**20,416**	**19,998**	**20,709**	**23,104**	**21,096**	**21,694**	**22,280**	**24,716**
HE(TV)	3,360	3,147	3,569	4,158	3,492	3,618	3,637	4,155
HA(가전)	8,010	7,973	7,457	6,675	8,607	8,843	8,143	7,543
VS(전장)	2,387	2,664	2,504	2,593	2,662	2,692	2,804	2,723
BS(B2B)	1,480	1,333	1,331	1,269	1,575	1,464	1,431	1,364
기타	804	974	1,085	851	425	522	1,118	876
LGI	4,376	3,907	4,764	7,559	4,334	4,555	5,148	8,055
영업이익	**1,497**	**742**	**997**	**313**	**1,335**	**1,196**	**1,106**	**879**
HE(TV)	200	124	111	-72	132	97	115	50
HA(가전)	1,019	600	505	-116	940	694	512	189
VS(전장)	54	-61	135	6	52	82	110	6
BS(B2B)	66	3	-21	-90	13	-6	-6	4
기타	13	58	84	101	22	177	89	107
LGI	145	18	183	484	176	152	286	523
영업이익률	**7.3**	**3.7**	**4.8**	**1.4**	**6.3**	**5.5**	**5.0**	**3.6**
HE(TV)	6.0	3.9	3.1	-1.7	3.8	2.7	3.2	1.2
HA(가전)	12.7	7.5	6.8	-1.7	10.9	7.9	6.3	2.5
VS(전장)	2.3	-2.3	5.4	0.2	2.0	3.0	3.9	0.2
BS(B2B)	4.4	0.2	-1.5	-1.7	10.9	7.9	6.3	2.5
기타	1.7	6.0	7.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LGI	3.3	0.5	3.9	6.4	4.1	3.3	5.6	6.5
세전이익	**934**	**386**	**649**	**-99**	**978**	**887**	**1,029**	**639**
지배주주순이익	**471**	**162**	**385**	**-306**	**475**	**550**	**613**	**384**

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**84,228**	**89,786**	**95,090**	**99,006**
증감률 (%)	0.9	6.6	5.9	4.1
매출원가	**64,425**	**67,806**	**71,810**	**74,473**
매출총이익	**19,803**	**21,980**	**23,279**	**24,534**
Gross 마진 (%)	23.5	24.5	24.5	24.8
판매비와 일반관리비	16,254	17,463	18,215	19,127
영업이익	**3,549**	**4,516**	**5,064**	**5,407**
증감률 (%)	-0.1	27.3	12.1	6.8
OP 마진 (%)	4.2	5.0	5.3	5.5
EBITDA	**6,767**	**7,920**	**8,610**	**9,105**
영업외손익	**-1,679**	**-983**	**-879**	**-650**
금융수익(비용)	-140	-62	-126	1
기타영업외손익	-494	-567	-789	-862
종속, 관계기업관련손익	-1,045	-354	35	211
세전계속사업이익	**1,870**	**3,533**	**4,185**	**4,757**
법인세비용	**720**	**1,077**	**1,276**	**1,450**
계속사업이익	1,150	2,456	2,909	3,307
당기순이익	**1,151**	**2,456**	**2,909**	**3,307**
증감률 (%)	-38.2	113.5	18.4	13.7
Net 마진 (%)	1.4	2.7	3.1	3.3
지배주주지분 순이익	713	2,021	2,394	2,722
비지배주주지분 순이익	438	435	515	585
기타포괄이익	95	0	0	0
총포괄이익	1,245	2,456	2,909	3,307
	84,228	89,786	95,090	99,006

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	23.9	7.9	6.7	5.9
PBR(X)	0.9	0.8	0.8	0.7
PCR(X)	2.0	2.3	2.0	1.9
PSR(X)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(X)	3.8	3.0	2.6	2.2
EV/EBIT(X)	7.3	5.3	4.4	3.7
EPS(W)	4,267	12,263	14,542	16,542
BPS(W)	108,745	117,140	126,697	138,064
SPS(W)	514,689	548,655	581,062	604,997
자기자본이익률(ROE, %)	3.7	9.9	10.9	11.4
총자산이익률(ROA, %)	2.0	4.0	4.5	4.8
투하자본이익률	8.0	13.9	15.2	16.4
배당수익률(%)	0.8	3.1	4.1	4.1
배당성향(%)	18.3	24.2	27.2	23.9
총현금배당금(십억원)	145	503	666	666
보통주 주당배당금(W)	800	3,000	4,000	4,000
순부채(현금)/자기자본(%	20.3	10.9	3.0	-7.6
총부채/자기자본(%)	156.4	147.0	139.7	131.5
이자발생부채	14,576	14,593	14,648	14,707
유동비율(%)	125.6	132.3	135.1	139.2
총발행주식수(mn)	181	181	181	181
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	101,800	97,300	97,300	97,300
시가총액(십억원)	17,446	16,720	16,720	16,720

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	8,488	10,495	12,491	15,639
매출채권	9,265	8,979	8,645	8,251
유동자산	**30,341**	**32,856**	**35,216**	**37,832**
유형자산	16,819	17,735	18,621	19,473
투자자산	4,762	5,000	5,250	5,513
비유동자산	**29,900**	**30,015**	**31,181**	**32,379**
자산총계	**60,241**	**62,872**	**66,397**	**70,210**
단기성부채	2,948	3,000	3,056	3,114
매입채무	9,427	9,451	10,009	10,422
유동부채	**24,160**	**24,826**	**26,059**	**27,179**
장기성부채	11,628	11,593	11,593	11,593
장기충당부채	433	454	477	501
비유동부채	**12,582**	**12,594**	**12,644**	**12,697**
부채총계	**36,742**	**37,420**	**38,703**	**39,875**
자본금	904	904	904	904
자본잉여금	3,025	3,025	3,025	3,025
이익잉여금	16,201	17,720	19,448	21,503
비지배주주지분	3,834	4,268	4,783	5,368
자본총계	**23,499**	**25,451**	**27,694**	**30,335**

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**5,914**	**5,661**	**7,159**	**8,655**
당기순이익	1,151	2,456	2,909	3,307
+ 유/무형자산상각비	3,218	3,404	3,546	3,698
+ 종속, 관계기업관련손익	1,045	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	8,270	7,017	7,874	8,472
- 운전자본의증가(감소)	-1,218	-198	704	1,650
투자활동 현금흐름	**-5,290**	**-3,953**	**-4,715**	**-4,900**
+ 유형자산 감소	47	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-3,270	-3,801	-3,915	-4,033
+ 투자자산의매각(취득)	-1,185	-238	-250	-263
Free Cash Flow	2,644	1,860	3,244	4,622
Net Cash Flow	624	1,709	2,444	3,755
재무활동현금흐름	**1,503**	**-128**	**-448**	**-608**
자기자본 증가	-23	0	0	0
부채증감	1,527	-128	-448	-608
현금의증가	2,165	2,007	1,996	3,147
기말현금 및 현금성자산	8,488	10,495	12,491	15,639
기말 순부채(순현금)	4,763	2,784	821	-2,292

삼성전기 (009150.KS)

MLCC 가격 인상이 주가 상승의 트리거

MLCC 업황은 회복세로 돌아섰으나 가격 인상 시점은 2025년 하반기 이후가 될 것으로 예상. 기판 업황도 회복세가 더딘점 고려해 목표주가 하향. 하지만 낮아진 밸류에이션 고려시 상승 가능성 높다고 판단

Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

기판 회복 및 MLCC 가격 인상 지연 고려해 목표주가 하향

예상보다 회복이 더딘 기판부문과 MLCC 가격 인상 시점이 다소 지연될 수 있다는 점을 고려해 실적 추정치를 낮추고 목표주가를 기존 25만원에서 21만원으로 하향. 전방산업의 수요 개선세와 실리콘 커패시터 등 신제품 출시에 힘입은 실적 성장세 고려해 투자의견 Buy 유지

MLCC 업황은 최근 높아진 가동률에도 재고 수준은 점차 낮아지고 있어 AI서버 등 고부가가치 어플리케이션부터 공급 부족 가능성이 높아지고 있는 상황. 스마트폰과 IT기기 수요도 2025년 회복세를 기록할 것으로 예상된다는 점도 긍정적

하지만 PC 수요 회복이 지연되고 있고 반도체 출하량 회복이 기대보다 더뎌 기판 업황 개선이 더딘 상황. MLCC 가격 인상도 당초 2025년 상반기부터 가능성이 있을 것으로 예상했으나 2025년 하반기 이후가 될 것으로 가정을 변경하면서 2025년 영업이익 전망치를 17% 하향 조정

수동부품 전반적인 가격 인상이 핵심 모멘텀이 될 전망

동사 3분기 실적은 시장 기대치에 부합하는 수준 예상. 하지만 2025년 전망의 경우 시장 기대치를 상회하기는 쉽지 않을 것으로 전망. 동사 주가는 MLCC를 포함한 수동부품의 전반적인 가격 인상이 가시화되는 경우 본격적인 회복세를 기록할 수 있을 것으로 예상

다만 현재 밸류에이션이 많이 낮아져 있고 엔화 강세전환에 따른 일본 경쟁사들의 점유율 축소 수혜가 가능해 추가 하락보다는 상승 가능성이 높을 것으로 기대

삼성전기 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E				4Q24F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	2,361	2,306	2,624	2,580	2,695	14.2	4.5	2,668	2,742
영업이익	184	110	180	208	241	31.0	15.8	252	256
영업이익률	*7.8*	*4.8*	*6.9*	*8.1*	*8.9*			*9.5*	*9.3*
세전이익	192	63	219	231	252	31.2	8.8	256	205
(지배)순이익	156	43	183	172	195	25.1	12.8	210	150

자료: 삼성전기, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 27페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**210,000원 (하향)**
현재가 (24/08/30)	**142,800원**
업종	**전기전자**
KOSPI / KOSDAQ	2674.31 / 767.66
시가총액(보통주)	10,666.3십억원
발행주식수(보통주)	74.7백만주
52주 최고가('24/07/17)	172,700원
최저가('23/10/27)	123,100원
평균거래대금(60일)	67,717백만원
배당수익률(2024E)	0.53%
외국인지분율	34.4%
주요주주	
삼성전자 외 5 인	23.9%
국민연금공단	10.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-8.8	2.0	4.6
상대수익률 (%p)	-10.1	0.8	0.2

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	8,909	10,641	11,266	11,699
증감률	*-5.5*	*19.4*	*5.9*	*3.8*
영업이익	639	885	1,082	1,237
증감률	*-45.9*	*38.4*	*22.2*	*14.4*
영업이익률	*7.2*	*8.3*	*9.6*	*10.6*
(지배지분)순이익	423	701	845	978
EPS	5,617	9,349	11,272	13,048
증감률	*-56.9*	*66.4*	*20.6*	*15.8*
PER	27.3	15.3	12.7	10.9
PBR	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.9	6.0	5.0	4.2
ROE	5.5	8.6	9.5	10.0
부채비율	45.2	43.0	38.9	35.1
순차입금	-182	-520	-1,048	-1,841

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

삼성전기는 수동소자(MLCC, 칩인덕터, 칩저항), 카메라/통신모듈, 반도체패키지기판을 생산. 2023년 매출액 8.9조원(-5.5% y-y), 영업이익률 7.2% 기록. 사업부문별 매출비중은 컴포넌트(수동소자) 43.8%, 광학통신솔루션(카메라/통신모듈) 36.9%, 패키지솔루션(패키지기판) 19.3%. 최대주주는 삼성전자로, 2023년말 기준 삼성전자의 지분율은 23.7%

Share price drivers/Earnings Momentum

- 글로벌 스마트폰/IT 수요 회복에 따른 MLCC 업황 회복
- 전장 등 고부가가치향 비중 확대에 따른 믹스 개선
- 유리기판 양산 성공에 따른 신규 수익원 확보

Downside Risk

- 전기차 판매 둔화에 따른 전장향 고부가가치 MLCC 및 카메라모듈 성장세 둔화
- PC와 범용 서버향 기판 수요 부진 지속

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Murata	19.8	16.7	2.0	1.8	10.0	11.0
TDK	20.9	17.8	2.0	1.8	9.5	10.2
Taiyo Yuden	23.1	14.8	1.3	1.2	5.6	8.3
Yageo	15.2	12.9	2.3	2.1	15.2	15.9

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	10.0	27.3	15.3	12.7	10.9
PBR	1.3	1.5	1.3	1.2	1.1
PSR	1.0	1.3	1.0	0.9	0.9
ROE	13.8	5.5	8.6	9.5	10.0
ROIC	15.4	8.7	11.2	13.0	14.4

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

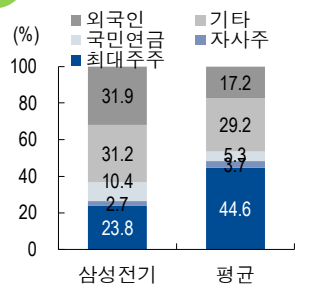
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**6,176**	**6,033**	**6,838**	**8,002**	**7,718**	**7,753**	**9,675**	**9,425**	**8,909**
영업이익	301	24	306	1,150	741	913	1,487	1,183	639
영업이익률(%)	*4.9*	*0.4*	*4.5*	*14.4*	*9.6*	*11.8*	*15.4*	*12.6*	*7.2*
세전이익	367	32	254	1,085	696	869	1,491	1,187	543
순이익	**21**	**23**	**177**	**685**	**528**	**624**	**915**	**994**	**450**
지배지분순이익	**11**	**15**	**162**	**656**	**514**	**604**	**892**	**981**	**423**
EBITDA	795	633	937	1,886	1,611	1,754	2,353	2,062	1,476
CAPEX	1196	1052	1476	1195	1548	757	844	1297	1210
Free Cash Flow	-659	-372	-759	363	-527	831	887	279	-29
EPS(원)	129	176	2,135	8,746	6,841	8,030	11,866	13,045	5,617
BPS(원)	54,408	54,640	54,531	62,126	68,106	74,385	86,584	97,145	101,129
DPS(원)	500	500	750	1,000	1,100	1,400	2,100	2,100	1,150
순차입금	915	1,338	2,001	1,208	1,120	325	-230	-292	-182
ROE(%)	0.5	0.3	3.8	14.5	10.2	10.9	14.3	13.8	5.5
ROIC(%)	11.7	-0.3	4.3	16.4	11.1	14.2	19.8	15.4	8.7
배당성향(%)	324.9	247.1	33.7	11.1	15.5	16.9	17.1	15.6	19.8
배당수익률(%)	0.8	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8	1.1	1.6	0.8
순차입금 비율(%)	21.2	30.8	46.2	24.4	20.6	5.5	-3.3	-3.8	-2.3

자료: 삼성전기, NH투자증권 리서치본부

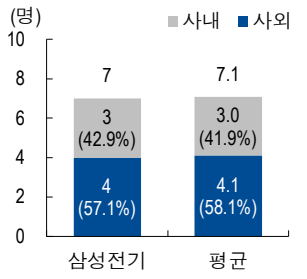
ESG Index & Event

G

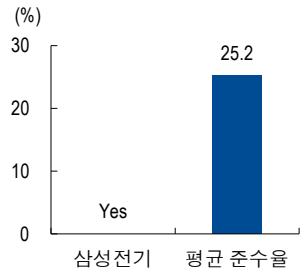
주주 구성



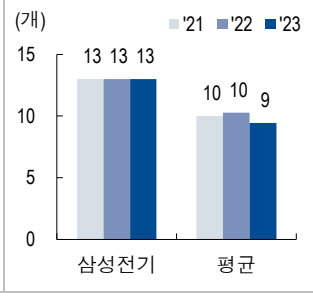
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



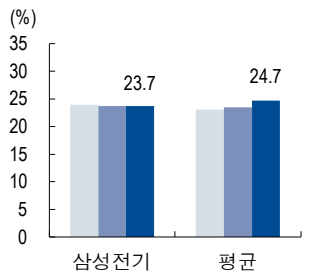
기업지배구조 핵심지표 준수



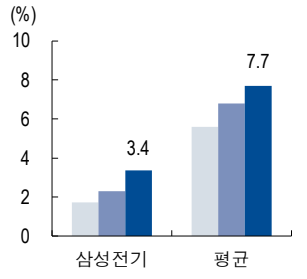
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 삼성전기, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

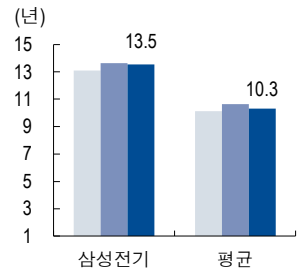
여성 임직원 비율



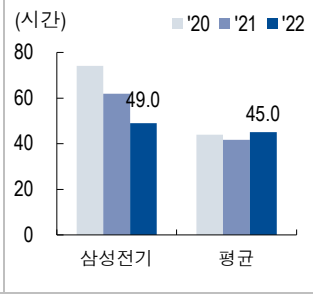
계약직 비율



근속연수



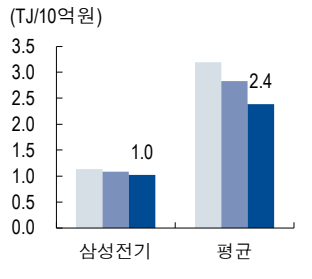
인당 교육시간



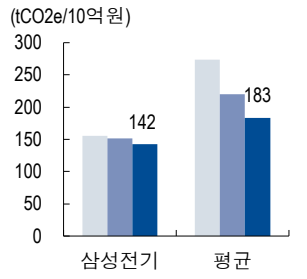
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 삼성전기, NH투자증권 리서치본부

E

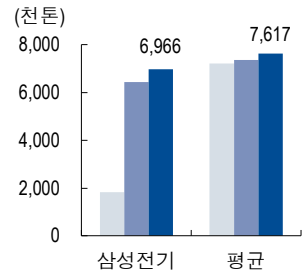
에너지 사용량



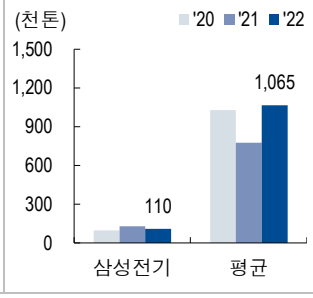
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 삼성전기, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2019.09	- DJSI(Dow Jones Sustainability Indices) 11년 연속 편입
	2012.11	- 사업연속성관리 'ISO22301' 인증
S	2018.08	- 사회책임투자지표 FTSE4Good Index 8년 연속편입
	2018.06	- 동반성장 최우수 명예기업 선정
G	2018.09	- 삼성전기, 삼성화재 등 삼성그룹 계열사 보유 삼성물산 지분 전량 매각. 순환출자 완전 해소

자료: 언론종합, 삼성전기, NH투자증권 리서치본부

표1. 삼성전기 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	8,909	10,641	11,266	11,699
	- 수정 전	-	10,641	11,762	12,417
	- 변동률	-	0.0	-4.2	-5.8
영업이익	- 수정 후	639	885	1,082	1,237
	- 수정 전	-	885	1,304	1,489
	- 변동률	-	0.0	-17.0	-16.9
영업이익률(수정 후)		7.2	8.3	9.6	10.6
EBITDA		1,476	1,762	2,000	2,201
(지배지분)순이익		423	701	845	978
EPS	- 수정 후	5,617	9,349	11,272	13,048
	- 수정 전	-	9,349	13,528	15,659
	- 변동률	-	0.0	-16.7	-16.7
PER		27.3	15.3	12.7	10.9
PBR		1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA		7.9	6.0	5.0	4.2
ROE		5.5	8.6	9.5	10.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 삼성전기 NAV(순자산가치) 산정 (단위: 십억원, %)

구분	금액	지분율	비고
영업가치	14,526		
모듈부문	694		Target PER 8배 적용 비교대상 글로벌 Peer: Sunny Optical, O-film
컴포넌트부문	11,181		Target PER 20배 적용 비교대상 글로벌 Peer: Murata, TDK, Taiyo Yuden
기판부문	2,652		Target PER 16배 적용 비교대상 글로벌 Peer: Ibiden
투자자산가치	148		2024년 8월 30일 기준
삼성중공업	143	2.16%	
아이마켓코리아	5	1.71%	
EV	14,674		영업가치 + 투자자산가치
순차입금	-1,048		
NAV	15,723		EV - 순차입금
주식수(천주)	74,694		
주당 NAV	210,498		NAV/주식수
목표주가	210,000		
현재가	142,800		
% upside	47.1		

주: 각 사업부 영업가치는 2025F 영업이익에서 목표 PER과 세율 25%를 적용해서 산출
자료: 삼성전기, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 삼성전기 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	7,718	7,753	9,675	9,425	8,909	10,641	11,266	11,699
모듈사업부	3,028	2,802	3,224	3,204	3,289	3,778	3,866	3,831
컴포넌트사업부	3,220	3,645	4,772	4,132	3,903	4,799	5,181	5,538
MLCC	2,939	3,314	4,414	3,764	3,496	4,364	4,740	5,110
EMC 등	265	331	358	368	381	435	442	428
기판사업부	1,470	1,761	1,679	2,088	1,717	2,064	2,219	2,330
전사 영업이익	741	913	1,487	1,183	639	885	1,082	1,237
모듈사업부	222	171	161	110	108	110	116	114
컴포넌트사업부	505	558	1,064	608	353	617	745	876
기판사업부	15	100	262	465	179	158	221	248
전사 영업이익률	9.6	11.8	15.4	12.6	7.2	8.3	9.6	10.6
모듈사업부	7.3	6.1	5.0	3.4	3.3	2.9	3.0	3.0
컴포넌트사업부	15.7	15.3	22.3	14.7	9.0	12.9	14.4	15.8
기판사업부	1.0	5.7	15.6	22.2	10.4	7.6	10.0	10.6
세전이익	696	869	1,491	1,187	544	901	1,125	1,303
지배지분순이익	514	604	892	981	423	701	845	978

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 삼성전기 분기 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F
매출액	2,022	2,221	2,361	2,306	2,624	2,580	2,695	2,742
모듈사업부	799	777	825	888	1,173	921	826	858
컴포넌트사업부	826	1,007	1,096	975	1,023	1,160	1,309	1,307
MLCC	726	906	986	878	910	1,056	1,192	1,206
EMC 등	99	101	110	72	113	104	118	101
기판사업부	398	437	440	443	428	499	560	577
전사 영업이익	140	205	184	110	180	208	241	256
모듈사업부	35	25	20	29	60	21	8	21
컴포넌트사업부	55	128	114	53	97	147	187	186
기판사업부	50	52	50	29	23	40	46	48
전사 영업이익률	6.9	9.2	7.8	4.8	6.9	8.1	8.9	9.3
모듈사업부	4.4	3.2	2.4	3.3	5.1	2.3	1.0	2.5
컴포넌트사업부	6.7	12.7	10.4	5.4	9.5	12.6	14.3	14.2
기판사업부	12.6	11.9	11.4	6.5	5.4	8.1	8.2	8.4
세전이익	143	146	192	63	214	231	252	205
지배지분순이익	111	113	156	44	183	172	195	150

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**8,909**	**10,641**	**11,266**	**11,699**
증감률 (%)	-5.5	19.4	5.9	3.8
매출원가	**7,189**	**8,641**	**8,885**	**8,983**
매출총이익	**1,721**	**2,000**	**2,381**	**2,716**
Gross 마진 (%)	19.3	18.8	21.1	23.2
판매비와 일반관리비	1,081	1,115	1,299	1,479
영업이익	**639**	**885**	**1,082**	**1,237**
증감률 (%)	-45.9	38.4	22.2	14.4
OP 마진 (%)	7.2	8.3	9.6	10.6
EBITDA	**1,476**	**1,762**	**2,000**	**2,201**
영업외손익	**-96**	**16**	**43**	**65**
금융수익(비용)	-15	-27	13	44
기타영업외손익	-77	47	35	26
종속, 관계기업관련손익	-5	-5	-5	-5
세전계속사업이익	**543**	**901**	**1,125**	**1,303**
법인세비용	**85**	**179**	**236**	**274**
계속사업이익	458	722	889	1,029
당기순이익	**450**	**722**	**889**	**1,029**
증감률 (%)	-54.7	60.3	23.1	15.8
Net 마진 (%)	5.1	6.8	7.9	8.8
지배주주지분 순이익	423	701	845	978
비지배주주지분 순이익	28	21	26	51
기타포괄이익	47	0	0	0
총포괄이익	497	722	889	1,029

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	27.3	15.3	12.7	10.9
PBR(X)	1.5	1.3	1.2	1.1
PCR(X)	7.1	5.9	5.2	4.8
PSR(X)	1.3	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(X)	7.9	6.0	5.0	4.2
EV/EBIT(X)	18.2	11.9	9.3	7.5
EPS(W)	5,617	9,349	11,272	13,048
BPS(W)	101,129	109,425	119,701	131,291
SPS(W)	119,280	142,468	150,824	156,625
자기자본이익률(ROE, %)	5.5	8.6	9.5	10.0
총자산이익률(ROA, %)	4.0	6.0	6.9	7.5
투하자본이익률 (ROIC, %)	8.7	11.2	13.0	14.4
배당수익률(%)	0.8	0.5	0.6	0.7
배당성향(%)	19.8	7.8	7.4	7.7
총현금배당금(십억원)	87	57	65	78
보통주 주당배당금(W)	1,150	750	863	1,035
순부채(현금)/자기자본(%)	-2.3	-6.0	-11.0	-17.6
총부채/자기자본(%)	45.2	43.0	38.9	35.1
이자발생부채	1,597	1,611	1,515	1,429
유동비율(%)	179.6	190.8	211.0	238.6
총발행주식수(mn)	78	78	78	78
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	153,200	142,600	142,600	142,600
시가총액(십억원)	11,650	10,844	10,844	10,844

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	1,669	2,016	2,442	3,140
매출채권	1,126	1,182	1,252	1,300
유동자산	**5,208**	**5,681**	**6,270**	**7,076**
유형자산	5,603	5,874	6,048	6,127
투자자산	296	322	351	382
비유동자산	**6,449**	**6,749**	**6,954**	**7,070**
자산총계	**11,658**	**12,430**	**13,224**	**14,147**
단기성부채	1,330	1,290	1,194	1,107
매입채무	596	665	704	731
유동부채	**2,900**	**2,978**	**2,972**	**2,966**
장기성부채	267	322	322	322
장기충당부채	21	20	19	18
비유동부채	**727**	**757**	**733**	**711**
부채총계	**3,628**	**3,735**	**3,705**	**3,677**
자본금	388	388	388	388
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054
이익잉여금	5,873	6,517	7,314	8,214
비지배주주지분	183	204	230	282
자본총계	**8,030**	**8,695**	**9,519**	**10,470**

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**1,180**	**1,710**	**1,816**	**2,038**
당기순이익	450	722	889	1,029
+ 유/무형자산상각비	837	876	918	963
+ 종속, 관계기업관련손익	4	5	5	5
+ 외화환산손실(이익)	16	0	0	0
Gross Cash Flow	1,616	1,820	2,047	2,239
- 운전자본의증가(감소)	-301	3	-98	-56
투자활동 현금흐름	**-1,023**	**-1,183**	**-1,131**	**-1,087**
+ 유형자산 감소	5	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-1,210	-1,099	-1,044	-992
+ 투자자산의매각(취득)	40	-31	-33	-36
Free Cash Flow	-29	611	772	1,046
Net Cash Flow	158	527	685	951
재무활동현금흐름	**-173**	**-166**	**-244**	**-237**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-173	-166	-244	-237
현금의증가	-8	347	426	699
기말현금 및 현금성자산	1,669	2,016	2,442	3,140
기말 순부채(순현금)	-182	-520	-1,048	-1,841

LG이노텍 (011070.KS)

북미 고객사의 판매 서프라이즈 기대

기판 부문의 회복속도가 예상보다 더디다는 점과 글로벌 밸류에이션 하락 반영해 목표주가 하향. 하지만 고객사 판매 증가 사이클과 낮은 밸류에이션 고려시 주가 다운사이드는 제한적

Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

실적 및 밸류에이션 하락 고려해 목표주가 하향

예상보다 더딘 기판 업황 고려해 실적 전망치 하향하고 글로벌 동종업체 밸류에이션 하락을 반영해 목표 PER을 기존 12배에서 10배로 낮추면서 목표주가를 기존 40만원에서 38만원으로 하향. 하지만 고객사 스마트폰 판매 개선 사이클과 낮은 밸류에이션 고려해 투자의견 Buy 유지

기판부문은 실적 회복세를 기록하고 있으나 예상보다 강도가 약해 당사 추정치를 하회할 것으로 예상. 이를 반영해 2025년 영업이익 전망을 9% 하향

하지만 북미 고객사 스마트폰 판매가 AI, 폼 팩터 변화, 중저가 신규 모델 출시 등에 힘입어 중장기적으로 성장세를 기록할 것으로 기대되고 밸류에이션은 역사적 저점에 와있어 추가적인 주가 하락은 제한적일 것으로 예상

고객사 판매 기대치 상회 혹은 신규 모멘텀이 필요

주가의 본격적인 상승을 위해서는 북미 고객사의 신제품 판매가 시장 기대치를 상회하거나 XR 양산형 제품, 혹은 로봇 등 새로운 하드웨어 및 판매처에 대한 기대감이 생겨야한다고 판단. 당사는 AI 관점에서도 북미 업체가 향후 시장을 주도할 것으로 예상해 중장기적인 수혜 전망

LG이노텍 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E				4Q24F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	4,764	7,559	4,334	4,555	5,148	8.1	13.0	5,260	8,055
영업이익	183	484	176	152	286	55.8	88.4	298	523
영업이익률	*3.9*	*6.4*	*4.1*	*3.3*	*5.6*			*5.7*	*6.5*
세전이익	146	379	164	124	238	62.8	92.8	255	488
(지배)순이익	129	351	138	99	188	45.8	90.4	205	385

자료: LG이노텍, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 33페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**380,000원 (하향)**
현재가 (24/08/30)	**278,000원**
업종	**전기전자**
KOSPI / KOSDAQ	2674.31 / 767.66
시가총액(보통주)	6,579.5십억원
발행주식수(보통주)	23.7백만주
52주 최고가('24/07/16)	302,000원
최저가('24/04/19)	181,300원
평균거래대금(60일)	54,845백만원
배당수익률(2024E)	0.94%
외국인지분율	27.3%
주요주주	
LG전자 외 1 인	40.8%
국민연금공단	10.9%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	13.0	37.6	3.7
상대수익률 (%p)	11.4	36.0	-0.7

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	20,605	22,091	23,896	25,189
증감률	*5.2*	*7.2*	*8.2*	*5.4*
영업이익	831	1,136	1,286	1,374
증감률	*-34.7*	*36.8*	*13.2*	*6.8*
영업이익률	*4.0*	*5.1*	*5.4*	*5.5*
(지배지분)순이익	565	811	901	978
EPS	23,881	34,262	38,060	41,335
증감률	*-42.3*	*43.5*	*11.1*	*8.6*
PER	10.0	8.1	7.3	6.7
PBR	1.2	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.7	3.4	2.9	2.4
ROE	12.6	15.9	15.3	14.5
부채비율	137.7	92.4	87.4	82.6
순차입금	1,339	1,340	791	-131

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

LG이노텍은 LG그룹의 대표적 전자부품업체로 스마트폰용 카메라모듈, 차량 전장부품, 반도체 기판 등을 생산. 2023년 매출액은 20조 6,053억원(+5.2% y-y)이며 주요 사업부문별 매출비중은 광학솔루션 83.9%, 기판소재 6.5%, 전장부품 6.0%. 광학솔루션 사업부의 주요 제품은 모바일 카메라모듈, 차량 카메라모듈, 3D 센싱모듈, 액츄에이터가 있으며 북미 스마트폰 제조사가 핵심 고객사. 기판소재 사업부는 모바일 AP용 FC-CSP, 고성능 어플레이션용 FC-BGA 등을 생산

Share price drivers/Earnings Momentum

- 북미 고객사의 스마트폰 판매실적 개선
- 전장부품(차량용 통신 모듈 등) 신규 고객 진입

Downside Risk

- 스마트폰 시장 내 북미 고객사 점유율 하락
- 전방 시장 침체에 따른 반도체기판 수요 감소

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Sunny Optical	19.6	15.9	1.9	1.7	9.6	10.8
O-Film	87.9	51.1	6.2	5.9	7.1	11.6
Largan	17.1	16.5	2.2	2.0	13.1	12.3
Luxshare Precision	19.2	15.4	3.8	3.1	19.5	20.1
Goertek	24.5	19.1	1.8	1.7	7.3	8.7

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	6.1	10.0	8.1	7.3	6.7
PBR	1.4	1.2	1.2	1.0	0.9
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	25.9	12.6	15.9	15.3	14.5
ROIC	22.5	13.3	15.2	15.8	15.9

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

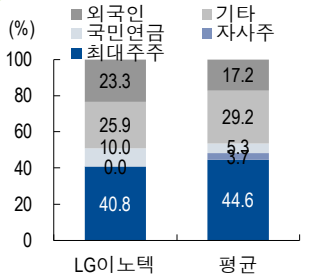
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**6,138**	**5,755**	**7,641**	**7,982**	**7,975**	**9,542**	**14,946**	**19,589**	**20,605**
영업이익	224	105	296	264	476	681	1,264	1,272	831
영업이익률(%)	3.6	1.8	3.9	3.3	6.0	7.1	8.5	6.5	4.0
세전이익	122	11	239	184	233	443	1,193	1,135	639
순이익	**95**	**5**	**175**	**163**	**102**	**236**	**888**	**980**	**565**
지배지분순이익	**95**	**5**	**175**	**163**	**102**	**236**	**888**	**980**	**565**
EBITDA	706	456	652	782	1,058	1,350	2,034	2,157	1,819
CAPEX	262	319	776	1414	470	767	1,010	1,717	1880
Free Cash Flow	417	13	-330	-351	299	184	167	-202	66
EPS(원)	4,018	209	7,385	6,891	4,323	9,977	37,532	41,401	23,878
BPS(원)	74,578	75,145	82,426	89,501	93,151	102,576	140,034	180,241	199,970
DPS(원)	350	250	250	300	300	700	3,000	4,150	4,150
순차입금	701	740	1,133	1,505	1,118	1,029	923	1,435	1,463
ROE(%)	5.5	0.3	9.4	8.0	4.7	10.2	30.9	25.9	12.6
ROIC(%)	6.7	1.9	8.8	6.9	9.2	14.5	26.9	22.5	14.1
배당성향(%)	8.7	119.4	3.4	4.4	6.9	7.0	8.0	10.0	17.4
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2	0.4	0.8	1.6	1.7
순차입금 비율(%)	39.7	41.6	58.1	71.1	50.7	42.4	27.9	33.6	30.9

자료:LG이노텍, NH투자증권 리서치본부

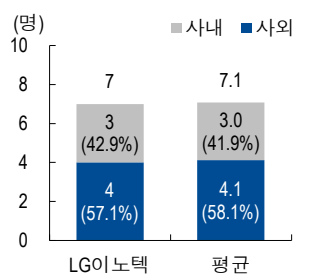
ESG Index & Event

G

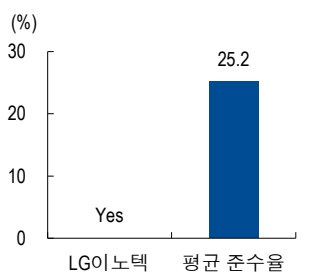
주주 구성



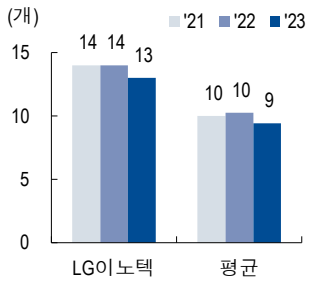
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



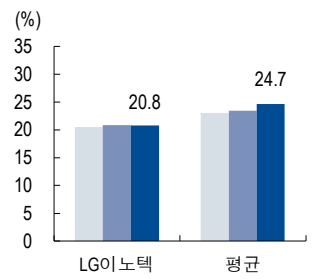
기업지배구조 핵심지표 준수



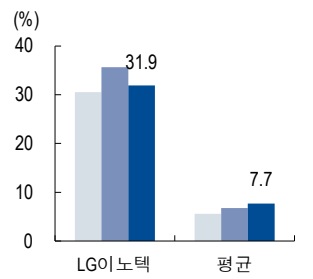
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: LG이노텍, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

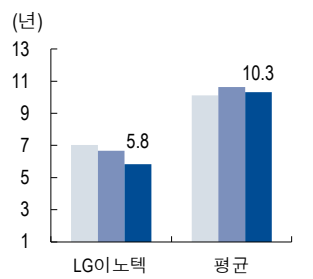
여성 임직원 비율



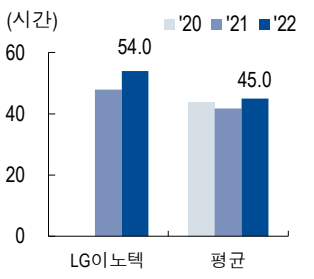
계약직 비율



근속연수



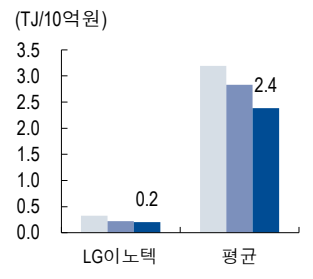
인당 교육시간



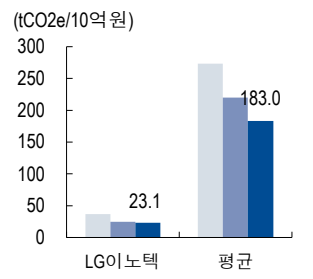
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: LG이노텍, NH투자증권 리서치본부

E

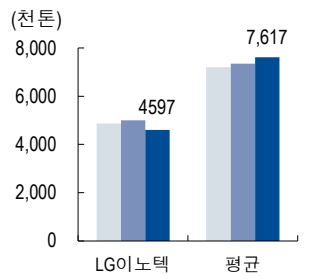
에너지 사용량



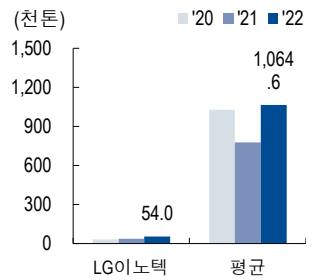
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: LG이노텍, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.10	- 구미 사업장에 이어 평택 사업장 자원순환율 100% 달성 및 폐기물 매립 제로 플래티넘 등급 획득
	2024.03	- 2023년 탄소정보공개프로젝트(Carbon Disclosure Project) 기후변화대응평가 리더십 A등급 인증
S	2022.05	- 사내 온라인 사회공헌 포털 오픈
G	2022.03	- 이사회 의장과 대표이사직 분리 - 여성 사외이사 선임

자료: 언론종합, LG이노텍, NH투자증권 리서치본부

표1. LG이노텍 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	20,605	22,091	23,896	25,189
	- 수정 전	-	22,137	24,211	26,016
	- 변동률	-	-0.2	-1.3	-3.2
영업이익	- 수정 후	831	1,136	1,286	1,374
	- 수정 전	-	1,148	1,413	1,579
	- 변동률	-	-1.0	-9.0	-13.0
영업이익률(수정 후)		4.0	5.1	5.4	5.5
EBITDA		1,877	2,331	2,507	2,667
(지배지분)순이익		565	811	901	978
EPS	- 수정 후	23,881	34,262	38,060	41,335
	- 수정 전	-	34,648	42,438	48,279
	- 변동률	-	-1.1	-10.3	-14.4
PER		10.0	8.1	7.3	6.7
PBR		1.2	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA		0.0	3.4	2.9	2.4
ROE		12.6	15.9	15.3	14.5

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. LG이노텍 PER 밸류에이션 (단위: 배, 원)

항 목	비 고	
Target PER	기존 12배에서 10배로 하향 조정	10
EPS	Expectation 2025	38,060
Fair Value Per Share	Target PER * EPS	380,000

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. LG이노텍 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	**7,975**	**9,542**	**14,946**	**19,589**	**20,605**	**22,091**	**23,896**	**25,189**
광학솔루션	5,426	6,652	11,518	15,965	17,290	18,586	20,214	21,281
기판소재	1,126	1,244	1,571	1,694	1,322	1,512	1,645	1,824
전장부품	1,132	1,187	1,390	1,447	1,993	1,993	2,038	2,084
기타사업 및 내부거래	291	331	467	484	426	-	-	-
영업이익	**476**	**681**	**1,264**	**1,272**	**831**	**1,136**	**1,286**	**1,374**
광학솔루션	371	447	951	877	661	945	1,058	1,115
기판소재	158	254	363	376	126	127	156	179
전장부품	-52	-39	-84	-17	-1	65	72	80
기타사업 및 내부거래	-1	19	34	35	46	-	-	-
영업이익률	**6.0**	**7.1**	**8.5**	**6.5**	**4.0**	**5.1**	**5.4**	**5.5**
광학솔루션	6.8	6.7	8.3	5.5	3.8	5.1	5.2	5.2
기판소재	14.0	20.4	23.1	22.2	9.5	8.4	9.5	9.8
전장부품	-4.6	-3.3	-6.0	-1.1	-0.1	3.3	3.5	3.8
기타사업 및 내부거래	-0.2	5.7	7.3	7.2	10.7	-	-	-
세전이익	**233**	**443**	**1,193**	**1,135**	**639**	**1,014**	**1,126**	**1,271**
지배주주순이익	**102**	**236**	**888**	**980**	**565**	**811**	**901**	**978**

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. LG이노텍 분기 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F
매출액	**4,376**	**3,907**	**4,764**	**7,559**	**4,334**	**4,555**	**5,148**	**8,055**
광학솔루션	3,545	3,082	3,907	6,757	3,514	3,680	4,262	7,129
기판소재	330	336	329	328	328	378	388	418
전장부품	501	490	528	475	491	497	497	508
기타사업 및 내부거래	119	100	116	91	-	-	-	-
영업이익	**145**	**18**	**183**	**484**	**176**	**152**	**286**	**523**
광학솔루션	104	-28	137	449	152	102	223	468
기판소재	26	44	23	32	10	30	44	43
전장부품	5	-7	8	-7	15	20	19	12
기타사업 및 내부거래	11	9	15	10	-	-	-	-
영업이익률	**3.3**	**0.5**	**3.9**	**6.4**	**4.1**	**3.3**	**5.6**	**6.5**
광학솔루션	2.9	-0.9	3.5	6.6	4.3	2.8	5.2	6.6
기판소재	7.8	13.3	7.1	9.7	2.9	7.8	11.3	10.4
전장부품	0.9	-1.4	1.5	-1.5	3.0	3.9	3.8	2.3
기타사업 및 내부거래	9.2	8.8	13.3	11.4	-	-	-	-
세전이익	**111**	**3**	**146**	**379**	**164**	**124**	**238**	**488**
지배주주순이익	**83**	**2**	**129**	**351**	**138**	**99**	**188**	**385**

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**20,605**	**22,091**	**23,896**	**25,189**
증감률 (%)	5.2	7.2	8.2	5.4
매출원가	**18,742**	**19,800**	**21,421**	**22,595**
매출총이익	**1,863**	**2,291**	**2,475**	**2,593**
Gross 마진 (%)	9.0	10.4	10.4	10.3
판매비와 일반관리비	1,032	1,155	1,189	1,219
영업이익	**831**	**1,136**	**1,286**	**1,374**
증감률 (%)	-34.7	36.8	13.2	6.8
OP 마진 (%)	4.0	5.1	5.4	5.5
EBITDA	**1,877**	**2,331**	**2,507**	**2,667**
영업외손익	**-192**	**-122**	**-160**	**-103**
금융수익(비용)	-106	-94	-96	-60
기타영업외손익	-85	-29	-64	-43
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**639**	**1,014**	**1,126**	**1,271**
법인세비용	**74**	**203**	**225**	**292**
계속사업이익	565	811	901	978
당기순이익	**565**	**811**	**901**	**978**
증감률 (%)	-42.3	43.5	11.1	8.6
Net 마진 (%)	2.7	3.7	3.8	3.9
지배주주지분 순이익	565	811	901	978
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-18	0	0	0
총포괄이익	547	811	901	978

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	10.0	8.1	7.3	6.7
PBR(X)	1.2	1.2	1.0	0.9
PCR(X)	3.0	2.9	2.7	2.5
PSR(X)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(X)	3.7	3.4	2.9	2.4
EV/EBIT(X)	8.4	7.0	5.7	4.7
EPS(W)	23,881	34,262	38,060	41,335
BPS(W)	199,204	230,856	266,306	305,032
SPS(W)	870,630	933,414	1,009,68	1,064,29
자기자본이익률(ROE, %)	12.6	15.9	15.3	14.5
총자산이익률(ROA, %)	5.4	7.5	8.1	7.8
투하자본이익률 (ROIC, %)	13.3	15.2	15.8	15.9
배당수익률(%)	1.1	0.9	0.9	0.9
배당성향(%)	10.9	7.6	6.9	6.3
총현금배당금(십억원)	62	62	62	62
보통주 주당배당금(W)	2,610	2,610	2,610	2,610
순부채(현금)/자기자본(%)	28.4	24.5	12.6	-1.8
총부채/자기자본(%)	137.7	92.4	87.4	82.6
이자발생부채	2,763	1,865	2,136	2,448
유동비율(%)	126.8	131.8	154.3	183.9
총발행주식수(mn)	24	24	24	24
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	239,500	278,000	278,000	278,000
시가총액(십억원)	5,668	6,579	6,579	6,579

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	1,390	486	1,305	2,537
매출채권	2,251	2,008	2,172	2,290
유동자산	**5,349**	**4,618**	**5,771**	**7,246**
유형자산	4,856	4,886	5,015	4,880
투자자산	145	160	176	193
비유동자산	**5,855**	**5,894**	**6,039**	**5,936**
자산총계	**11,204**	**10,512**	**11,810**	**13,182**
단기성부채	557	388	441	502
매입채무	2,494	1,921	2,078	2,190
유동부채	**4,219**	**3,504**	**3,741**	**3,942**
장기성부채	2,206	1,477	1,695	1,946
장기충당부채	12	13	14	15
비유동부채	**2,271**	**1,544**	**1,766**	**2,022**
부채총계	**6,490**	**5,048**	**5,507**	**5,963**
자본금	118	118	118	118
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134
이익잉여금	3,414	4,163	5,002	5,918
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	**4,715**	**5,464**	**6,303**	**7,219**

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**2,104**	**1,287**	**1,972**	**2,170**
당기순이익	565	811	901	978
+ 유/무형자산상각비	1,046	1,194	1,220	1,293
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-8	0	0	0
Gross Cash Flow	1,909	2,272	2,400	2,581
- 운전자본의증가(감소)	341	-715	-146	-98
투자활동 현금흐름	**-1,904**	**-1,234**	**-1,207**	**-1,191**
+ 유형자산 감소	11	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-1,799	-1,176	-1,141	-1,107
+ 투자자산의매각(취득)	-26	-15	-16	-18
Free Cash Flow	305	110	831	1,063
Net Cash Flow	200	53	765	979
재무활동현금흐름	**608**	**-960**	**210**	**250**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	608	-960	210	250
현금의증가	812	-904	819	1,233
기말현금 및 현금성자산	1,390	486	1,305	2,537
기말 순부채(순현금)	1,339	1,340	791	-131

LG디스플레이 (034220.KS)

OLED 업황 개선세 중장기 수혜 전망

디스플레이 산업은 IT하드웨어 하위 업종 중 우려대비 업황이 가장 양호. 특히 OLED 패널은 전력소비 감소를 위해 침투율이 빠르게 확대되는 상황. 동사도 중장기 수혜 가능할 것으로 기대

Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

※ESG Index/Event는 39페이지 참조

OLED 침투율 확대 중장기 수혜 예상

디스플레이 산업은 IT하드웨어 내 하위 업종 중 우려대비 업황이 가장 양호한 상황. 스마트폰 시장 수요 회복과 OLED 침투율 확대가 주된 원인이라고 판단. 동사도 OLED 중심으로 사업을 확대하며 중장기적으로 수혜 폭이 커질 것으로 기대

당사 추정 및 Omdia 등 조사기관에 따르면 디스플레이 2024년 출하량은 전년비 약 0.7% 성장하나 2023년말 추정치 대비로는 약 4% 상향. 특히 OLED 디스플레이 패널은 2024년에 전년비 23.8% 확대될 것으로 예상하며 이는 2023년말 기준 추정대비 약 20% 상향된 수준

OLED 산업이 기존 추정 대비 출하량 상향폭이 컸던 이유는 전력 소비를 줄이기 위해 세트업체들이 OLED 탑재를 확대한 영향이 크기 때문. 통상적으로 IT기기에서 디스플레이가 차지하는 전력소비량이 가장 크고 LCD 대비 전력효율성이 약 30% 이상 높아 침투율 지속 상향될 전망

4분기 대규모 턴어라운드, 중장기 실적 개선세 이어질 것

동사 실적은 3분기까지 일회성 비용 등으로 적자를 기록할 것으로 예상되나 4분기부터는 모바일 물량 증가로 5,000억원 수준의 영업이익을 기록하며 대규모 턴어라운드 달성할 것으로 전망

중장기적으로 OLED 시장 확대, 감가상각비 절감에 따른 비용구조 개선 등에 힘입어 실적 개선세 이어질 것으로 기대

LG디스플레이 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E				4Q24F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	4,785	7,396	5,253	6,708	7,076	47.9	5.5	7,295	9,504
영업이익	-662	132	-469	-94	-24	적지	적지	-5	500
영업이익률	*-13.8*	*1.8*	*-8.9*	*-1.4*	*-0.3*			*-0.1*	*5.3*
세전이익	-1,006	19	-989	-433	42	흑전	흑전	-124	387
(지배)순이익	-720	58	-783	-507	35	흑전	흑전	-216	355

자료: LG디스플레이, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가	**15,000원 (유지)**
현재가 (24/08/30)	**11,260원**
업종	**전기전자**
KOSPI / KOSDAQ	2674.31 / 767.66
시가총액(보통주)	5,630.0십억원
발행주식수(보통주)	500.0백만주
52주 최고가('24/07/12)	13,190원
최저가('24/04/16)	9,750원
평균거래대금(60일)	25,346백만원
배당수익률(2024E)	0.00%
외국인지분율	21.4%
주요주주	
LG전자	36.7%
국민연금공단	5.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	12.0	-1.1	-10.9
상대수익률 (%p)	10.4	-2.2	-14.7

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	21,331	28,541	29,678	29,534
증감률	*-18.4*	*33.8*	*4.0*	*-0.5*
영업이익	-2,510	-87	636	922
증감률	*적지*	*적지*	*흑전*	*44.9*
영업이익률	*-11.8*	*-0.3*	*2.1*	*3.1*
(지배지분)순이익	-2,734	-900	93	556
EPS	-6,905	-1,911	187	1,113
증감률	*적지*	*적지*	*흑전*	*495.1*
PER	N/A	N/A	60.2	10.1
PBR	0.6	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	11.3	4.3	3.2	2.9
ROE	-32.0	-13.2	1.4	7.9
부채비율	307.7	381.7	343.0	307.2
순차입금	13,197	11,461	8,908	6,914

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

LG디스플레이는 TCT-LCD, OLED 디스플레이 패널 제조사로, 2023년 매출액 21조 3,308억원(-19.1% y-y), 영업적자 2조 5,102억원(적자지속) 기록. 어플리케이션별 매출 비중은 모바일패널 42.9%, IT패널(모니터, 노트북, 태블릿) 36.8%, TV패널 20.3%. 모바일패널의 주요 고객사는 북미 스마트폰 제조사이며 동 고객사의 신규 IT 기기에 OLED 패널을 납품하는 등 OLED 중심의 고부가가치 사업으로 전환을 꾀하고 있음

Share price drivers/Earnings Momentum

- 북미 고객사 판매 개선 및 고객사 내 점유율 확대에 따른 모바일패널 매출 증가
- IT기기의 OLED 적용 확대로 OLED 패널 매출 증가
- LCD 패널 가격 상승

Downside Risk

- 중국 패널 경쟁사의 OLED 사업 강화에 따른 가격 경쟁 및 고객사 내 점유율 하락
- TV 및 IT기기 전방 수요 부진

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
BOE	14.6	9.0	0.6	0.6	4.4	6.8
AUO	N/A	53.7	0.9	0.9	-2.2	1.6
Innolux	N/A	177.3	0.6	0.6	-1.4	0.4

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	N/A	N/A	N/A	60.2	10.1
PBR	0.5	0.6	0.9	0.8	0.8
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	-26.7	-32.0	-13.2	1.4	7.9
ROIC	-17.9	-24.2	-3.0	6.6	12.2

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

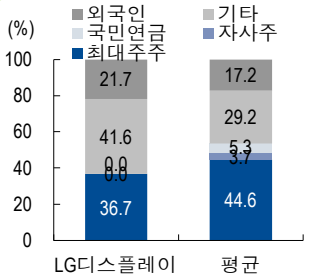
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**28,384**	**26,504**	**27,790**	**24,337**	**23,476**	**24,262**	**29,878**	**26,152**	**21,331**
영업이익	1,626	1,311	2,462	93	-1,359	-36	2,231	-2,085	-2,510
영업이익률(%)	*5.7*	*4.9*	*8.9*	*0.4*	*-5.8*	*-0.2*	*7.5*	*-8.0*	-11.8
세전이익	1,434	1,316	2,333	-91	-3,344	-602	1,719	-3,433	-3,339
순이익	**1,023**	**932**	**1,937**	**-179**	**-2,872**	**-76**	**1,334**	**-3,196**	**-2,577**
지배지분순이익	**967**	**907**	**1,803**	**-207**	**-2,830**	**-95**	**1,186**	**-3,072**	**-2,734**
EBITDA	5,001	4,333	5,676	3,647	2,336	4,098	6,731	2,472	1,704
CAPEX	2365	3736	6592	7942	6927	2595	3141	5079	3483
Free Cash Flow	362	-95	172	-3,458	-4,220	-317	2,612	-2,068	-1,800
EPS(원)	2,701	2,534	5,038	-579	-7,908	-265	3,315	-8,584	-6,905
BPS(원)	34,076	36,209	40,170	39,068	31,694	31,847	36,664	27,611	18,267
DPS(원)	500	500	500	0	0	0	650	0	0
순차입금	1,695	2,028	2,215	6,069	9,995	9,720	8,312	11,279	13,197
ROE(%)	8.2	7.2	13.2	-1.5	-22.4	-0.8	9.7	-26.7	-32.0
ROIC(%)	10.9	8.2	16.8	0.2	-17.1	-4.2	11.6	-17.9	-24.2
배당성향(%)	18.5	19.7	9.9	0.0	0.0	0.0	19.6	0.0	0.0
배당수익률(%)	2.0	1.6	1.7	0.0	0.0	0.0	2.6	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	13.3	15.1	14.8	40.8	80.0	76.3	56.3	99.6	150.5

자료: LG디스플레이, NH투자증권 리서치본부

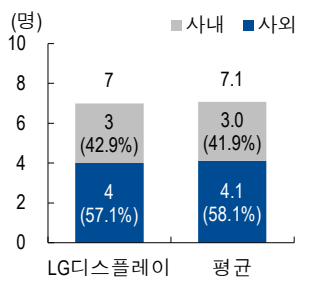
ESG Index & Event

G

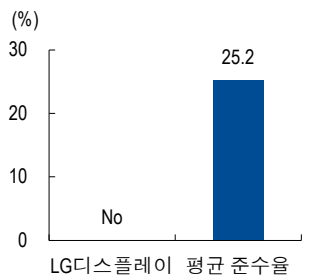
주주 구성



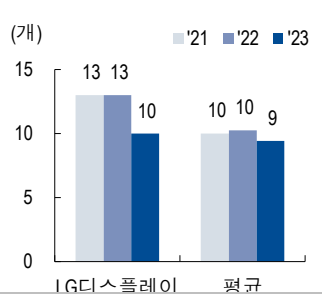
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



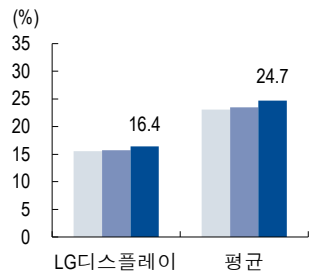
기업지배구조 핵심지표 준수



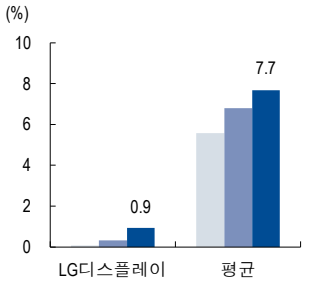
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: LG디스플레이, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

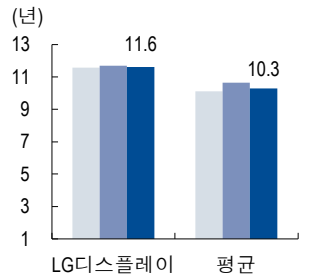
여성 임직원 비율



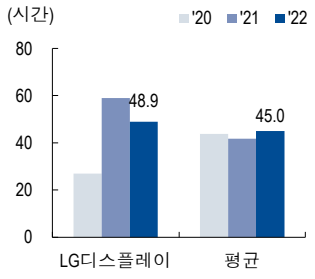
계약직 비율



근속연수



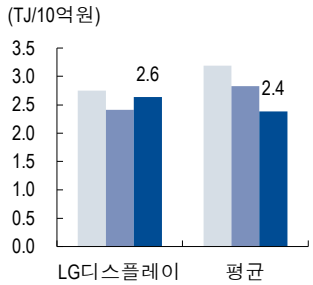
인당 교육시간



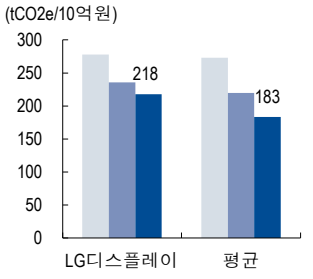
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: LG디스플레이, NH투자증권 리서치본부

E

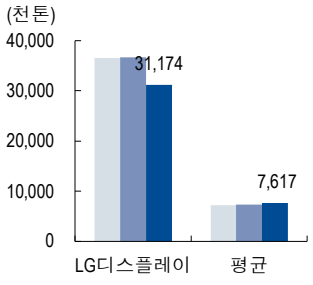
에너지 사용량



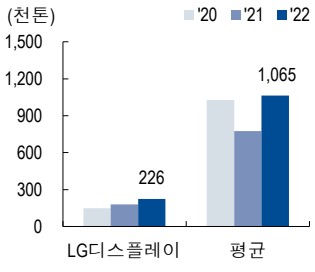
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: LG디스플레이, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.07	- 파주/구미 사업장, 폐기물 재활용 비율 98%로 '폐기물 매립 제로' 국제 인증 획득
	2024.02	- OLED TV 패널 및 투명 OLED 패널 플라스틱 사용량이 전체 중량 5% 미만으로 Low Plastic 인증 획득
S	2021.05	- 임직원 가족 봉사단, DMZ 인근 민간인통제 지역 생태숲 복원을 위해 귀룽나무 식재
	2022.08	- 파주 사업장 인근 농가로부터 쌀 구입 및 지역 소외계층에 전달
G	2021.10	- 제1차 ESG위원회 개최, ESG 경영 추진 방안 및 녹색 채권 발행 등 논의
	2023.08	- 분과위원회 신설, 환경기술-인권경영-지배구조 영역별 ESG 추진 과제 점검 및 의사

자료: 언론종합, LG디스플레이, NH투자증권 리서치본부

표1. LG디스플레이 연간 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	23,476	24,262	29,878	26,365	21,331	28,541	29,678	29,534
TV	7,998	6,706	9,466	6,975	4,331	6,726	6,260	4,703
IT	9,063	10,121	12,459	11,198	7,853	10,726	11,595	12,467
Mobile	6,415	7,435	7,953	8,192	9,146	11,090	11,823	12,364
영업이익	-1,359	-36	2,231	-2,085	-2,510	-87	622	906
영업이익률	*-5.8*	*-0.2*	*7.5*	*-7.9*	*-11.8*	*-0.3*	*2.1*	*3.1*
세전이익	-3,344	-602	1,719	-3,433	-3,339	-993	100	597
지배주주순이익	-2,830	-95	1,186	-3,072	-2,734	-900	93	556

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. LG디스플레이 분기 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F
매출액	4,411	4,739	4,785	7,396	5,253	6,708	7,076	9,504
TV	825	1,104	1,086	1,317	1,156	1,610	1,871	2,121
IT	1,695	1,974	1,933	2,251	2,101	2,951	2,697	2,950
Mobile	1,891	1,661	1,766	3,828	1,996	2,146	2,509	4,434
영업이익	-1,098	-881	-662	132	-469	-94	-24	500
영업이익률	*-24.9*	*-18.6*	*-13.8*	*1.8*	*-8.9*	*-1.4*	*-0.3*	*5.3*
세전이익	-1,475	-877	-1,006	19	-989	-433	42	387
지배주주순이익	-1,214	-858	-720	58	-783	-507	35	355

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**21,331**	**28,541**	**29,678**	**29,534**
증감률 (%)	-18.4	33.8	4.0	-0.5
매출원가	**20,986**	**25,422**	**25,722**	**25,284**
매출총이익	**345**	**3,120**	**3,957**	**4,250**
Gross 마진 (%)	1.6	10.9	13.3	14.4
판매비와 일반관리비	2,855	3,207	3,320	3,328
영업이익	**-2,510**	**-87**	**636**	**922**
증감률 (%)	적지	적지	흑전	44.9
OP 마진 (%)	-11.8	-0.3	2.1	3.1
EBITDA	**1,704**	**4,337**	**5,061**	**4,904**
영업외손익	**-829**	**-906**	**-172**	**-309**
금융수익(비용)	-512	-984	-671	-472
기타영업외손익	-314	81	502	166
종속, 관계기업관련손익	-3	-3	-3	-3
세전계속사업이익	**-3,339**	**-993**	**465**	**613**
법인세비용	**-763**	**-143**	**56**	**74**
계속사업이익	-2,577	-850	409	539
당기순이익	**-2,577**	**-850**	**409**	**539**
증감률 (%)	적지	적지	흑전	31.9
Net 마진 (%)	-12.1	-3.0	1.4	1.8
지배주주지분 순이익	-2,734	-900	93	556
비지배주주지분 순이익	157	21	-10	-13
기타포괄이익	70	0	0	0
총포괄이익	-2,506	-850	409	539

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	N/A	N/A	60.2	10.1
PBR(X)	0.6	0.89	0.83	0.8
PCR(X)	2.6	1.3	1.1	1.1
PSR(X)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(X)	11.3	4.3	3.2	2.9
EV/EBIT(X)	N/A	N/A	25.3	15.3
EPS(W)	-6,905	-1,911	187	1,113
BPS(W)	18,267	12,721	13,559	14,665
SPS(W)	53,877	60,569	59,357	59,068
자기자본이익률(ROE, %)	-32.0	-13.2	1.4	7.9
총자산이익률(ROA, %)	-7.2	-2.3	1.1	1.5
투하자본이익률 (ROIC, %)	-24.2	-3.0	6.6	12.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	150.5	144.7	107.0	78.0
총부채/자기자본(%)	307.7	381.7	343.0	307.2
이자발생부채	16,702	19,002	17,127	15,827
유동비율(%)	68.4	86.3	93.5	101.7
총발행주식수(mn)	396	500	500	500
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	11,776	11,260	11,260	11,260
시가총액(십억원)	4,559	5,630	5,630	5,630

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	2,258	6,233	6,911	7,604
매출채권	3,218	3,218	3,218	3,218
유동자산	**9,503**	**13,586**	**14,264**	**14,957**
유형자산	20,200	18,276	16,351	14,869
투자자산	258	258	258	258
비유동자산	**26,256**	**24,562**	**22,637**	**21,155**
자산총계	**35,759**	**38,148**	**36,901**	**36,112**
단기성부채	5,262	5,791	5,078	4,552
매입채무	4,175	5,511	5,730	5,702
유동부채	**13,885**	**15,750**	**15,256**	**14,702**
장기성부채	11,440	13,210	12,049	11,274
장기충당부채	65	65	65	65
비유동부채	**13,104**	**14,478**	**13,316**	**12,542**
부채총계	**26,989**	**30,227**	**28,572**	**27,244**
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251
이익잉여금	2,676	1,804	2,223	2,776
비지배주주지분	1,538	1,560	1,549	1,536
자본총계	**8,771**	**7,920**	**8,329**	**8,868**

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**1,683**	**4,501**	**4,691**	**4,482**
당기순이익	-2,577	-850	409	539
+ 유/무형자산상각비	4,214	4,424	4,424	3,982
+ 종속, 관계기업관련손익	3	3	3	3
+ 외화환산손실(이익)	-72	0	0	0
Gross Cash Flow	1,798	4,089	5,024	4,981
- 운전자본의증가(감소)	1,021	939	220	-28
투자활동 현금흐름	**-2,589**	**-2,825**	**-2,138**	**-2,488**
+ 유형자산 감소	486	0	350	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-3,483	-2,500	-2,500	-2,500
+ 투자자산의매각(취득)	130	-3	-3	-3
Free Cash Flow	-1,800	2,001	2,191	1,982
Net Cash Flow	-907	1,676	2,553	1,994
재무활동현금흐름	**1,351**	**2,300**	**-1,875**	**-1,300**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	1,351	2,300	-1,875	-1,300
현금의증가	433	3,975	678	693
기말현금 및 현금성자산	2,258	6,233	6,911	7,604
기말 순부채(순현금)	13,197	11,461	8,908	6,914

덕산네오룩스 (213420.KQ)

악재는 이미 반영, 중장기 성장성은 유효

OLED 업황은 침투율 확대 등으로 예상보다 양호한 상황이나 국내 스마트폰 업체 판매 부진으로 동사 마진도 둔화. 다만, 역사적으로 낮아진 밸류에이션 및 중장기 성장성 고려시 저가 매수기회라고 판단

Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

※ESG Index/Event는 44페이지 참조

실적 둔화 및 밸류에이션 하락 고려해 목표주가 하향

글로벌 소비 둔화 우려 및 동종업계 밸류에이션 하락을 고려해 목표 PER을 기존 30.5배에서 26배로 낮추고 목표주가를 기존 55,000원에서 45,000원으로 하향. 하지만 OLED 침투율 확대에 따른 중장기 성장 고려해 투자의견 Buy 유지

OLED 패널은 소비전력 감소를 위해 플래그십 뿐만 아니라 중저가 스마트폰 등에서도 침투율이 확대되는 상황. 동사도 그 수혜를 입고 있으나 국내 스마트폰 업체 판매 부진 영향으로 마진이 둔화되고 있다는 점이 아쉬운 점. 마진 둔화를 고려해 2025년 영업이익 전망치를 20.3% 하향

다만, 중장기적으로 OLED 디스플레이 출하량이 지속적으로 증가할 것으로 기대되고 모멘텀 측면에서도 북미 업체의 폴더블 디바이스 제품 출시가 가시화되면 밸류에이션이 많이 낮아져있어 주가 상승 폭이 커질 수 있다는 점은 긍정적

악재는 모두 반영된 주가, 중장기 성장성 고려한 매수 권고

3분기 실적은 컨센서스 소폭 하회할 전망. 매출액 증가세가 견조함에도 R&D 비용 증가 등으로 마진이 과거 대비 낮아지는 점이 주된 원인

당사는 대주주 지분 매도가 일단락되었다고 판단하며 마진 둔화에 대한 우려도 상당부분 주가에 반영된 것으로 보여 중장기 성장성을 고려해 저가매수할 것을 권고

덕산네오룩스 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E				4Q24F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	47.0	45.5	52.5	52.7	52.6	11.8	-0.2	56.7	53.4
영업이익	12.2	11.7	10.3	10.0	11.2	-7.9	11.6	13.7	8.4
영업이익률	*25.9*	*25.7*	*19.6*	*19.1*	*21.3*			*24.2*	*15.8*
세전이익	14.0	9.9	10.0	12.0	15.1	8.2	26.0	14.7	6.6
(지배)순이익	10.7	9.3	8.6	10.0	11.6	8.2	16.1	12.8	5.2

자료: 덕산네오룩스, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가	**45,000원 (하향)**
현재가 (24/08/30)	**33,700원**
업종	**일반전기전자**
KOSPI / KOSDAQ	2674.31 / 767.66
시가총액(보통주)	836.8십억원
발행주식수(보통주)	24.8백만주
52주 최고가('23/11/20)	47,750원
최저가('24/08/05)	29,750원
평균거래대금(60일)	6,289백만원
배당수익률(2024E)	0.00%
외국인지분율	9.9%
주요주주	
이준호 외 11 인	47.6%
국민연금공단	5.7%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-25.3	-13.4	-20.0
상대수익률 (%p)	-19.0	-2.6	-3.8

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	163.7	211.2	230.9	267.8
증감률	*-7.3*	*29.0*	*9.3*	*16.0*
영업이익	32.9	40.0	46.5	55.1
증감률	*-26.6*	*21.4*	*16.5*	*18.4*
영업이익률	*20.1*	*18.9*	*20.2*	*20.6*
(지배지분)순이익	35.8	35.3	43.0	47.8
EPS	1,442	1,423	1,732	1,926
증감률	*-8.0*	*-1.3*	*21.7*	*11.2*
PER	30.9	23.7	19.5	17.5
PBR	3.1	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	25.7	17.0	14.6	12.4
ROE	10.6	9.5	10.5	10.5
부채비율	14.5	13.7	12.7	11.8
순차입금	-33.2	6.9	-2.5	-12.4

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

덕산네오룩스는 OLED의 핵심 구성요소인 유기재료를 생산하는 회사. OLED는 유기 화합물에 전류가 흐르면 빛을 내는 자체발광현상을 이용하는 디스플레이 소재. OLED의 발광 소재중 당사에서 주력으로는 HTL과 Red Host, R Prime, G Prime을 양산 납품 중이고 비발광소재인 Black PDL도 양산 판매를 하고 있으며 기타 유기재료개발과 비발광 디스플레이 소재에도 주력하는 중. BLU(Back Light Unit)가없어 형태에서 자유롭다는 장점 등으로 OLED는 주목받고 있으며, 기존의 Hand Set 시장 및 게임기, 태블릿, 노트북, TV 등 중소형 OLED 디스플레이에서 중형(노트북 태블릿) 및 대형 OLED 디스플레이(QD OLED)로, OLED 패널 시장의 적용 확대가 더욱 가속화될 전망

Share price drivers/Earnings Momentum

- 스마트폰 시장 성장에 따른 OLED 패널 수요 증가
- 폴더블 스마트폰, XR기기 등 새로운 IT 기기의 등장으로 전방시장 확대
- LCD 패널 가격 상승에 따른 OLED 패널의 상대적인 가격 매력도 부각

Downside Risk

- 스마트폰 산업 수요의 전반적인 부진
- 주요 OLED 세트 업체(TV, 스마트폰) 신제품 출시 지연
- 신규 디바이스 출시 지연으로 전방 시장 확대 제한

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Universial Display	39.0	33.2	5.5	4.8	14.1	14.5
Idemitsu Kosan	9.6	8.1	0.8	0.7	8.0	8.8
Merck	14.5	11.9	6.0	4.7	41.4	39.9
Tosoh Corp	9.3	8.3	0.7	0.7	7.6	8.1

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024F	2025F	2026F
PER	24.9	30.9	23.7	19.5	17.5
PBR	3.0	3.1	2.2	1.9	1.7
PSR	5.5	6.7	4.0	3.6	3.1
ROE	12.8	10.6	9.5	10.5	10.5
ROIC	25.3	17.8	13.6	12.2	12.7

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

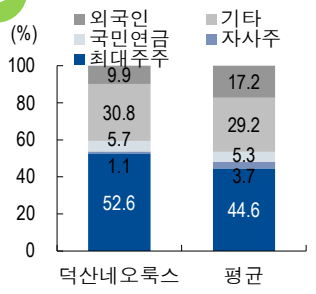
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**144**	**191**	**177**	**164**
영업이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	40	51	45	33
영업이익률(%)	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*27.8*	*26.6*	25.4	20.1
세전이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	38	56	45	42
순이익	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**33**	**47**	**39**	**36**
지배지분순이익	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**33**	**47**	**39**	**36**
EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	45	57	53	42
CAPEX	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	23	11	14	16
Free Cash Flow	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	19	33	34	34
EPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1,389	1,945	1,567	1,442
BPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	8,028	11,558	12,896	14,220
DPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0	0	0	0
순차입금	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-50	-117	-126	-33
ROE(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	17.3	19.5	12.8	10.6
ROIC(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	31.7	25.3	17.8
배당성향(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-25.8	-40.7	-39.2	-9.4

자료: 덕산네오룩스, NH투자증권 리서치본부

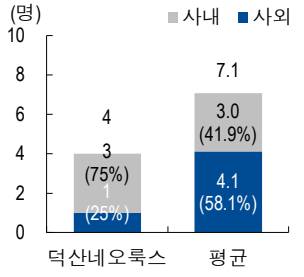
ESG Index & Event

G

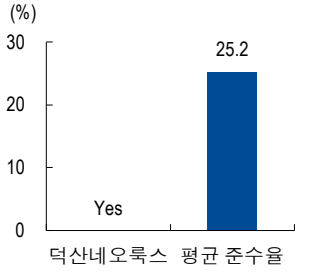
주주 구성



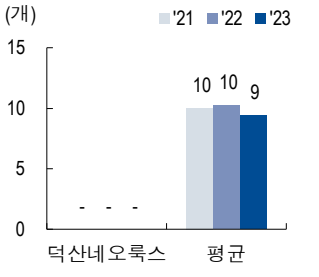
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



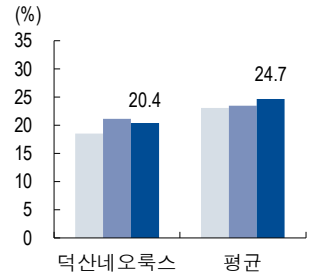
기업지배구조 핵심지표 준수



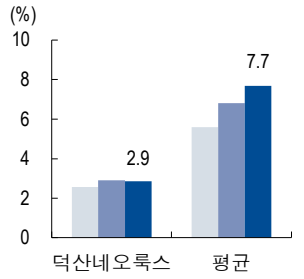
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 덕산네오룩스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

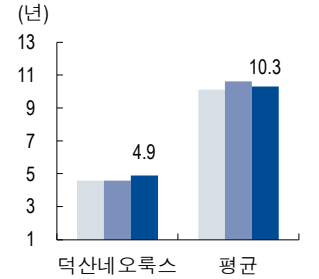
여성 임직원 비율



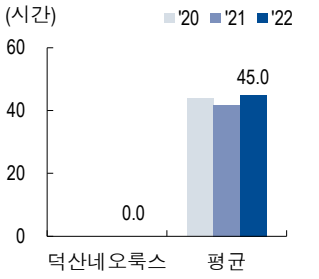
계약직 비율



근속연수



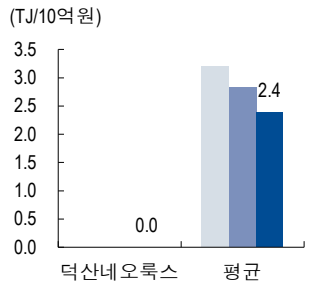
인당 교육시간



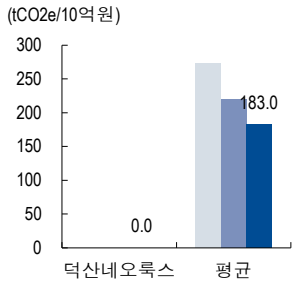
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 덕산네오룩스, NH투자증권 리서치본부

E

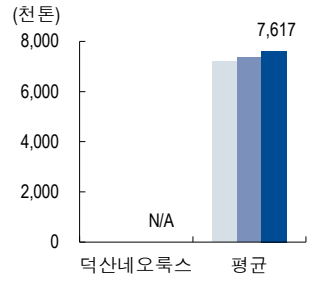
에너지 사용량



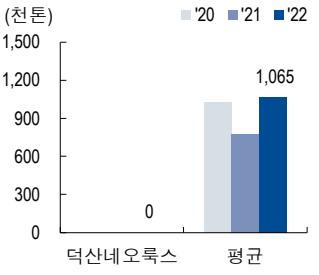
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 덕산네오룩스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.12	- 천안시청 환경정책과 '환경보전유공 표창' 수상
S	2022.10	- ISO 45001(안전보건경영시스템) 인증 취득
G	2022.4	- 2022년 사회공헌대상 수상
	2022.3	- 코스닥 시장 공시우수법인 선정

자료: 덕산네오룩스, 언론보도, NH투자증권 리서치본부

표1. 덕산네오룩스 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	163.7	211.2	230.9	267.8
	- 수정 전	-	196.5	216.6	251.2
	- 변동률	-	7.5	6.6	6.6
영업이익	- 수정 후	32.9	40.0	46.5	55.1
	- 수정 전	-	48.4	58.4	68.8
	- 변동률	-	-17.4	-20.2	-19.8
영업이익률(수정 후)		*20.1*	*18.9*	*20.2*	*20.6*
EBITDA		41.7	49.6	57.0	66.3
(지배지분)순이익		35.8	35.3	43.0	47.8
EPS	- 수정 후	1,442	1,423	1,732	1,926
	- 수정 전	-	1,809	2,167	2,534
	- 변동률	-	-21.4	-20.1	-24.0
PER		30.9	23.7	19.5	17.5
PBR		3.1	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA		25.7	17.0	14.6	12.4
ROE		10.6	9.5	10.5	10.5

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 덕산네오룩스 PER 밸류에이션 (단위: 배, 원)

항 목	비 고	
Target PER	기존 30.5배에서 26배로 하향 조정	26
EPS	Expectation 2025	1,732
Fair Value Per Share	Target PER * EPS	45,000

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 덕산네오룩스 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 배, 원)

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	163.7	211.2	230.9	267.8
영업이익	32.9	40.0	46.5	55.1
영업이익률(%)	*20.1*	*18.9*	*20.2*	*20.6*
세전이익	41.7	43.7	52.4	60.5
지배지분순이익	35.8	35.3	43.0	47.8

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 덕산네오룩스 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F
매출액	28.5	42.7	47.0	45.5	52.5	52.7	52.6	53.4
영업이익	0.1	9.0	12.2	11.7	10.3	10.0	11.2	8.4
영업이익률(%)	*0.3*	*21.0*	*25.9*	*25.7*	*19.6*	*19.1*	*21.3*	*15.8*
세전이익	4.5	13.4	14.0	9.9	10.0	12.0	15.1	6.6
지배지분순이익	3.9	11.9	10.7	9.3	8.6	9.9	11.6	5.2

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**164**	**211**	**231**	**268**
증감률 (%)	-7.3	29.0	9.3	16.0
매출원가	**106**	**142**	**152**	**176**
매출총이익	**57**	**69**	**79**	**92**
Gross 마진 (%)	35.1	32.5	34.3	34.4
판매비와 일반관리비	25	29	33	37
영업이익	**33**	**40**	**47**	**55**
증감률 (%)	-26.6	21.4	16.5	18.4
OP 마진 (%)	20.1	18.9	20.2	20.6
EBITDA	**42**	**50**	**57**	**66**
영업외손익	**9**	**4**	**6**	**5**
금융수익(비용)	9	2	5	5
기타영업외손익	0	1	1	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**42**	**44**	**52**	**61**
법인세비용	**6**	**8**	**9**	**13**
계속사업이익	36	35	43	48
당기순이익	**36**	**35**	**43**	**48**
증감률 (%)	-8.0	-1.3	21.7	11.2
Net 마진 (%)	21.9	16.7	18.6	17.9
지배주주지분 순이익	36	35	43	48
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	36	35	43	48

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	30.9	23.7	19.5	17.5
PBR(X)	3.1	2.2	1.9	1.7
PCR(X)	23.9	16.1	13.4	11.9
PSR(X)	6.7	4.0	3.6	3.1
EV/EBITDA(X)	25.7	17.0	14.6	12.4
EV/EBIT(X)	32.6	21.1	17.9	15.0
EPS(W)	1,442	1,423	1,732	1,926
BPS(W)	14,220	15,643	17,374	19,300
SPS(W)	6,593	8,504	9,298	10,786
자기자본이익률(ROE, %)	10.6	9.5	10.5	10.5
총자산이익률(ROA, %)	9.3	8.4	9.3	9.4
투하자본이익률 (ROIC, %)	17.8	13.6	12.2	12.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-9.4	1.8	-0.6	-2.6
총부채/자기자본(%)	14.5	13.7	12.7	11.8
이자발생부채	23	24	24	24
유동비율(%)	426.5	192.5	228.9	272.1
총발행주식수(mn)	25	25	25	25
액면가(W)	200	200	200	200
주가(W)	44,500	33,700	33,700	33,700
시가총액(십억원)	1,105	837	837	837

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	40	-1	8	17
매출채권	9	8	9	11
유동자산	**101**	**48**	**60**	**75**
유형자산	105	112	119	126
투자자산	128	83	87	91
비유동자산	**303**	**394**	**427**	**461**
자산총계	**404**	**442**	**486**	**536**
단기성부채	4	4	4	4
매입채무	7	7	8	8
유동부채	**24**	**25**	**26**	**27**
장기성부채	19	20	20	20
장기충당부채	1	1	1	1
비유동부채	**27**	**28**	**29**	**29**
부채총계	**51**	**53**	**55**	**57**
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	141	141	141	141
이익잉여금	217	252	295	343
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	**353**	**389**	**432**	**479**

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**50**	**59**	**52**	**55**
당기순이익	36	35	43	48
+ 유/무형자산상각비	9	10	10	11
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	46	52	62	70
- 운전자본의증가(감소)	5	15	-1	-3
투자활동 현금흐름	**-141**	**-100**	**-44**	**-46**
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-16	-15	-15	-15
+ 투자자산의매각(취득)	-91	45	-4	-4
Free Cash Flow	34	44	37	40
Net Cash Flow	-91	-41	9	9
재무활동현금흐름	**-2**	**1**	**0**	**0**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-2	1	0	0
현금의증가	-93	-41	9	9
기말현금 및 현금성자산	40	-1	8	17
기말 순부채(순현금)	-33	7	-3	-12

비에이치 (090460.KS)

실적 전망 상향 추세에도 밸류에이션은 저점

매크로 불확실성 확대에 따른 동종업계 밸류에이션 하락 고려해 목표주가 하향. 하지만 하반기 신모델 판매 호조세 가능성 높고 중장기 IT OLED와 폴더블 등 성장성 고려했을 때 현재 과도한 저평가 구간

Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

모멘텀만 부각되면 주가 상승 폭 가파를 것

동사 실적은 연초 이후로 북미 고객사 판매 확대, 전장부문 흑자 전환에 따른 이익 개선으로 지속적인 추정치 상향 추세. 하지만 북미 고객사 신제품 판매 둔화 우려 및 디스플레이 고객사 물량 감소 우려로 밸류에이션은 역사적 저점. 실적 확대와 IT OLED, 폴더블 스마트폰 등 중장기 성장성 높아 투자의견 Buy 유지

당사 추정치 기준 동사 2024년 및 2025년 영업이익은 지속적으로 상승 추세. 북미 스마트폰 업체의 출하량 전망이 가격 할인과 AI 적용에 힘입어 상향되고 있기 때문. 5월 이후 스마트폰 신제품 수요에 대한 우려가 있었으나 당사는 전작 대비 약 15% 이상 상회하는 판매량을 기록할 것으로 예상

상향되는 실적과 달리 동사 밸류에이션은 역사적 저점. 디스플레이 고객사 물량 감소 우려와 북미 고객사 스마트폰으로 한정되어있는 모멘텀 부재가 주요 원인이라고 판단. 하지만 북미 세트업체의 신제품 판매가 호조세를 기록할 가능성이 높은 상황에서 폴더블 디바이스 관련 모멘텀이 부각되면 주가 상승폭이 클 것

중장기 OLED 침투율 확대 수혜, 저가 매수 기회

동사 3분기 실적은 컨센서스에 부합하는 수준 예상. 하지만 신규 스마트폰 판매가 기대만큼 양호한 판매량을 기록한다면 4분기 및 2025년 실적 상향이 이루어지면서 주가도 우상향 것으로 전망

중장기적으로는 OLED 디스플레이 침투율이 모바일 뿐만 아니라 태블릿, PC, 전장까지 지속적으로 확대될 것으로 예상되어 동사의 수혜 커질 것으로 예상. 현재 주가는 과매도 구간이라고 판단하며 저가 매수 권고

비에이치 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E				4Q24F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	456.1	516.7	298.9	468.5	557.9	22.3	19.1	564.9	536.3
영업이익	50.8	15.4	8.4	31.3	59.2	16.6	89.0	61.1	34.6
영업이익률	*11.1*	*3.0*	*2.8*	*6.7*	*10.6*			*10.8*	*6.4*
세전이익	53.3	15.2	15.6	36.5	63.7	19.4	74.7	66.5	36.1
(지배)순이익	48.8	12.6	11.5	24.8	50.3	3.0	102.9	55.4	30.1

자료: 비에이치, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 50페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**32,000원 (유지)**
현재가 (24/08/30)	**23,850원**
업종	**전기전자**
KOSPI / KOSDAQ	2674.31 / 767.66
시가총액(보통주)	822.0십억원
발행주식수(보통주)	34.5백만주
52주 최고가('23/07/16)	27,150원
최저가('24/04/22)	15,960원
평균거래대금(60일)	21,939백만원
배당수익률(2024E)	1.05%
외국인지분율	13.9%
주요주주	
이경환 외 6 인	21.1%
국민연금공단	7.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-4.6	39.7	-1.0
상대수익률 (%p)	-6.0	38.0	-5.2

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	1,592	1,862	2,050	2,173
증감률	*-5.3*	*16.9*	*10.1*	*6.0*
영업이익	84.8	133.5	151.6	162.9
증감률	*-35.4*	*57.5*	*13.5*	*7.4*
영업이익률	*5.3*	*7.2*	*7.4*	*7.5*
(지배지분)순이익	90.7	122.2	129.3	138.7
EPS	2,631	3,545	3,750	4,025
증감률	*-37.4*	*34.7*	*5.8*	*7.3*
PER	8.0	6.7	6.4	5.9
PBR	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.8	3.5	2.7	2.0
ROE	15.1	17.5	15.9	14.7
부채비율	67.4	60.0	53.6	46.8
순차입금	54.6	-134.7	-244.9	-370.4

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

비에이치는 연성인쇄회로기판 제조, 판매 및 수출입업을 영위할 목적으로 1999년 05월 01일에 설립됨. 또한 2007년 01월 26일자로 상장되어 코스닥시장에서 매매 개시. 사업분야는 첨단 IT산업의 핵심부품인 FPCB와 그 응용부품을 전문적으로 제조 및 생산하는 FPCB 사업과 차량용 휴대폰 무선충전기의 개발 및 생산을 주력으로 하는 전장사업부로 분류

Share price drivers/Earnings Momentum

- 스마트폰 수요 증가
- 폴더블 디바이스, XR 기기향 고부가가치 제품 출하 증가
- 태블릿 PC, 노트북 등 OLED 탑재 디바이스 증가

Downside Risk

- 스마트폰 수요 둔화
- 경기 둔화로 인한 신제품 출시, OLED 패널 채택 지연

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Zhen Ding Tech	15.3	12.2	1.1	1.0	7.4	8.4
Kinsus	54.8	19.1	1.6	1.8	2.9	9.7
Ibiden	20.1	14.9	1.4	1.3	7.0	8.8
Unimicron	27.2	12.0	2.6	2.2	9.7	18.6

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	5.3	8.0	6.7	6.4	5.9
PBR	1.4	1.1	1.1	0.9	0.8
PSR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	29.7	15.1	17.5	15.9	14.7
ROIC	22.4	12.6	18.5	22.0	23.4

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

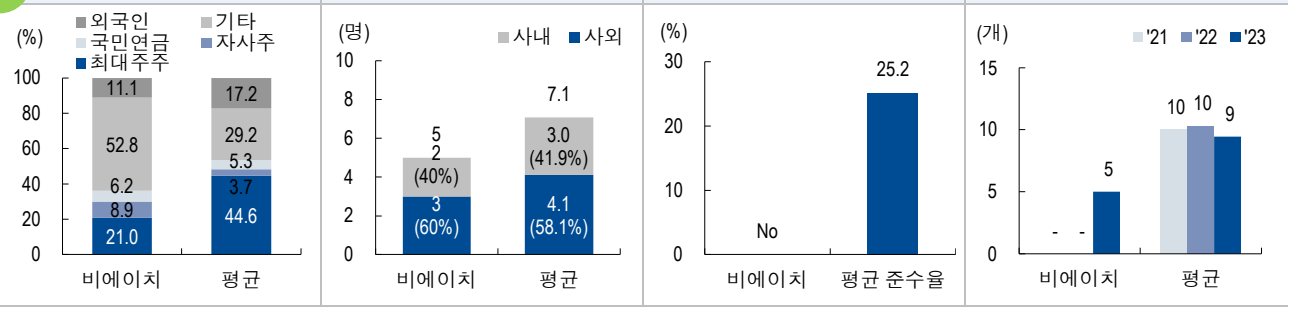
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**365**	**372**	**691**	**768**	**655**	**721**	**1,037**	**1,681**	**1,592**
영업이익	9	-26	76	91	63	34	71	131	85
영업이익률(%)	2.6	-6.9	11.0	11.9	9.6	4.7	6.9	7.8	5.3
세전이익	10	-28	59	102	67	34	104	164	97
순이익	**9**	**-24**	**46**	**84**	**57**	**26**	**82**	**141**	**85**
지배지분순이익	**9**	**-24**	**46**	**84**	**57**	**26**	**82**	**144**	**91**
EBITDA	29	-7	98	120	94	66	106	175	137
CAPEX	23	22	69	67	56	57	41	66	65
Free Cash Flow	-42	-22	-9	94	14	-36	-8	131	26
EPS(원)	278	-783	1,483	2,682	1,770	782	2,428	4,206	2,631
BPS(원)	3,440	3,391	4,885	5,988	8,551	9,470	12,067	16,270	18,561
DPS(원)	0	0	0	0	0	250	250	250	250
순차입금	137	137	84	43	13	35	49	46	55
ROE(%)	16.2	-22.9	35.8	49.3	24.2	8.7	22.5	29.7	15.1
ROIC(%)	3.4	-10.0	23.2	27.5	20.0	8.1	15.5	22.4	12.6
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	29.8	9.6	5.5	8.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	1.1	1.1	1.2
순차입금 비율(%)	127.6	128.9	55.2	23.0	4.6	11.0	12.0	8.0	8.4

자료: 비에이치, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

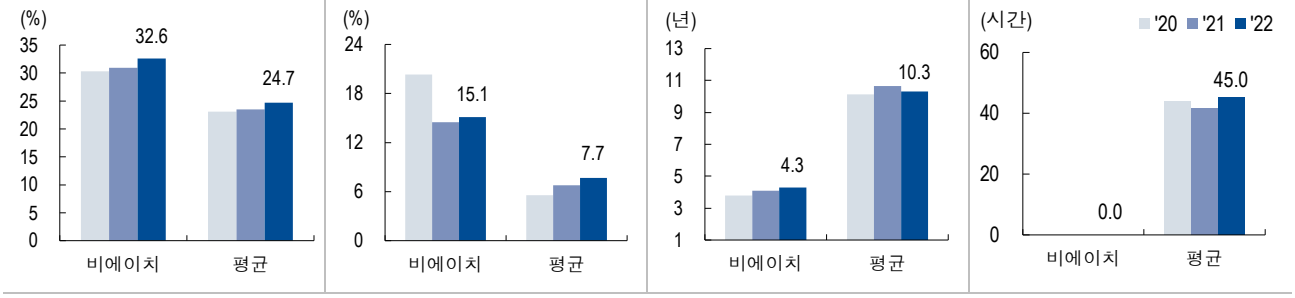
주주 구성	이사회 구성	이사회 의장과 대표이사 분리 여부	기업지배구조 핵심지표 준수



주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 비에이치, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

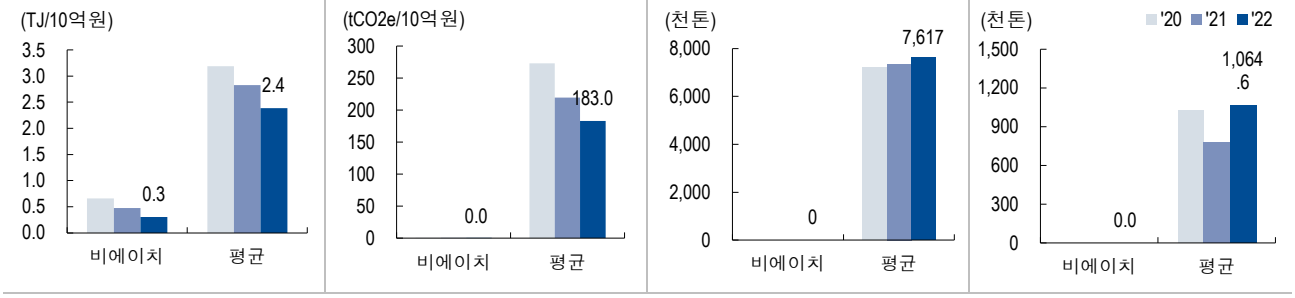
여성 임직원 비율	계약직 비율	근속연수	인당 교육시간



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 비에이치, NH투자증권 리서치본부

E

에너지 사용량	온실가스 배출량	용수 재활용량	폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 비에이치, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2012.7	- ISO/TS 16949 인증
S	2021.11	- 지역사회공헌인정제 취득
G	2015.1	- 고용창출 우수기업 대통령 표창
	2007.1	- 코스닥 시장 상장

자료: 비에이치, 언론보도, NH투자증권 리서치본부

표1. 비에이치 제품별 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	**1,592.0**	**1,861.5**	**2,050.0**	**2,173.1**
Display (Non N.A.)	167.2	195.9	189.2	187.8
Display (N.A.)	985.8	1,145.5	1,157.0	1,168.5
IT OLED	-	19.4	145.8	234.0
Antenna Cable	30.5	27.7	27.1	27.6
EV FPCB	47.3	53.4	55.0	56.7
Smartphone Battery FPCB	30.5	27.6	27.0	27.5
전장부문	324.3	379.0	435.9	457.7
Others	6.4	12.9	13.1	13.3
영업이익	**84.8**	**133.5**	**151.6**	**162.9**
영업이익률(%)	*5.3*	*7.2*	*7.4*	*7.5*
세전이익	**97.1**	**151.8**	**165.7**	**177.8**
지배지분순이익	**90.7**	**116.6**	**129.3**	**138.7**

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 비에이치 제품별 분기 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F
매출액	**313.9**	**305.3**	**456.1**	**516.7**	**298.9**	**468.5**	**557.9**	**536.3**
Display (Non N.A.)	55.9	40.7	31.6	39.0	53.0	70.5	32.7	39.7
Display (N.A.)	157.6	161.1	311.8	355.3	133.5	265.4	388.2	358.4
IT OLED	-	-	-	-	-	12.2	7.3	19.4
Antenna Cable	8.6	8.1	5.1	8.7	2.9	8.3	8.7	7.8
EV FPCB	10.9	10.2	11.7	14.5	11.0	14.9	12.3	15.2
Smartphone Battery FPCB	9.2	8.4	5.4	7.5	6.2	8.2	5.6	7.6
전장부문	70.3	75.3	88.8	89.9	89.5	94.6	96.5	98.4
Others	1.4	1.5	1.7	1.8	2.8	6.6	1.7	1.8
영업이익	**8.9**	**9.7**	**50.8**	**15.4**	**8.4**	**31.3**	**59.2**	**34.6**
영업이익률(%)	*2.8*	*3.2*	*11.1*	*3.0*	*2.8*	*6.7*	*10.6*	*6.4*
세전이익	**26.1**	**2.5**	**53.3**	**15.2**	**15.6**	**36.5**	**63.7**	**36.1**
지배지분순이익	**25.4**	**3.9**	**48.8**	**12.6**	**11.5**	**24.8**	**50.3**	**30.1**

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**1,592.0**	**1,861.5**	**2,050.0**	**2,173.1**
증감률 (%)	-5.3	16.9	10.1	6.0
매출원가	**1,436.3**	**1,646.6**	**1,821.0**	**1,928.4**
매출총이익	**155.7**	**215.0**	**229.0**	**244.7**
Gross 마진 (%)	9.8	11.5	11.2	11.3
판매비와 일반관리비	70.9	81.4	77.4	81.9
영업이익	**84.8**	**133.5**	**151.6**	**162.9**
증감률 (%)	-35.4	57.5	13.5	7.4
OP 마진 (%)	5.3	7.2	7.4	7.5
EBITDA	**137.4**	**197.4**	**218.4**	**232.9**
영업외손익	**12.4**	**18.3**	**14.1**	**15.0**
금융수익(비용)	-8.3	1.2	-0.4	1.5
기타영업외손익	16.7	11.2	6.9	5.7
종속, 관계기업관련손익	3.9	5.9	7.6	7.8
세전계속사업이익	**97.1**	**151.8**	**165.7**	**177.8**
법인세비용	**12.3**	**29.6**	**36.5**	**39.1**
계속사업이익	84.9	122.2	129.3	138.7
당기순이익	**84.9**	**122.2**	**129.3**	**138.7**
증감률 (%)	-39.7	44.0	5.8	7.3
Net 마진 (%)	5.3	6.6	6.3	6.4
지배주주지분 순이익	90.7	122.2	129.3	138.7
비지배주주지분 순이익	-5.8	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-3.9	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	80.9	122.2	129.3	138.7

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	8.0	6.7	6.4	5.9
PBR(X)	1.1	1.1	0.9	0.8
PCR(X)	4.5	4.0	3.8	3.7
PSR(X)	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(X)	5.8	3.5	2.7	2.0
EV/EBIT(X)	9.4	5.2	3.9	2.8
EPS(W)	2,631	3,545	3,750	4,025
BPS(W)	18,561	21,878	25,401	29,198
SPS(W)	46,192	54,013	59,481	63,055
자기자본이익률(ROE, %)	15.1	17.5	15.9	14.7
총자산이익률(ROA, %)	8.1	10.6	10.0	9.7
투하자본이익률 (ROIC, %)	12.6	18.5	22.0	23.4
배당수익률(%)	1.2	1.0	1.0	1.0
배당성향(%)	8.7	6.4	6.1	5.7
총현금배당금(십억원)	8	8	8	8
보통주 주당배당금(W)	250	250	250	250
순부채(현금)/자기자본(%)	8.4	-17.6	-27.6	-36.4
총부채/자기자본(%)	67.4	60.0	53.6	46.8
이자발생부채	199	180	171	155
유동비율(%)	137.2	161.1	185.7	215.0
총발행주식수(mn)	34	34	34	34
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	21,150	23,850	23,850	23,850
시가총액(십억원)	729	822	822	822

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	138.6	308.4	409.8	518.6
매출채권	180.1	155.1	170.8	181.1
유동자산	**575.1**	**706.3**	**842.0**	**975.3**
유형자산	272.0	269.8	264.7	256.6
투자자산	80.6	84.7	88.9	93.4
비유동자산	**514.3**	**517.4**	**518.9**	**517.4**
자산총계	**1,089.4**	**1,223.7**	**1,361.0**	**1,492.7**
단기성부채	195.2	175.8	167.2	150.6
매입채무	170.9	206.8	227.8	241.5
유동부채	**419.2**	**438.4**	**453.5**	**453.6**
장기성부채	4.3	4.3	4.3	4.2
장기충당부채	4.5	4.7	5.0	5.2
비유동부채	**19.6**	**20.4**	**21.2**	**22.0**
부채총계	**438.8**	**458.8**	**474.7**	**475.6**
자본금	17.2	17.2	17.2	17.2
자본잉여금	91.1	91.1	91.1	91.1
이익잉여금	571.6	685.9	807.3	938.2
비지배주주지분	10.9	10.9	10.9	10.9
자본총계	**650.6**	**764.9**	**886.3**	**1,017.2**

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**90.5**	**258.2**	**178.7**	**194.0**
당기순이익	84.9	122.2	129.3	138.7
+ 유/무형자산상각비	52.6	63.8	66.8	70.0
+ 종속, 관계기업관련손익	-3.9	-5.9	-7.6	-7.8
+ 외화환산손실(이익)	4.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	161.4	207.7	215.4	224.7
- 운전자본의증가(감소)	-55.5	78.1	-9.8	-7.0
투자활동 현금흐름	**-53.3**	**-61.1**	**-60.8**	**-60.8**
+ 유형자산 감소	1.1	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-64.8	-54.0	-54.0	-54.0
+ 투자자산의매각(취득)	-20.5	1.9	3.3	3.3
Free Cash Flow	25.7	204.1	124.6	140.0
Net Cash Flow	37.2	197.1	117.9	133.2
재무활동현금흐름	**11.2**	**-27.2**	**-16.5**	**-24.4**
자기자본 증가	0.3	0.0	0.0	0.0
부채증감	10.9	-27.2	-16.5	-24.4
현금의증가	48.7	169.8	101.4	108.8
기말현금 및 현금성자산	138.6	308.4	409.8	518.6
기말 순부채(순현금)	54.6	-134.7	-244.9	-370.4

PI첨단소재 (178920.KS)

높아진 이익 가시성

북미 및 중화권 세트 업체 판매 개선으로 동사 실적도 회복세. 단기적으로는 하반기 이익률 소폭 둔화될 것으로 보이나 중장기 실적 개선은 이어질 것. 지주사인 아케마와의 협력도 기대요인

Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

전방 수요 및 실적 개선 고려해 목표주가 상향

중화권 및 북미 스마트폰 수요 회복 및 재고조정 마무리 후 마진 개선을 고려해 실적 전망치를 높이고 목표주가도 기존 33,000원에서 36,000원으로 상향. 중장기적으로 On-Device AI와 교체주기 도래로 판매 개선 세 이어질 것으로 예상해 투자의견 Buy 유지

동사는 2022년 4분기 이후 처음으로 2분기에 영업이익률 20% 이상을 달성. 재고조정이 일단락된 부분도 크지만 북미 고객사의 신제품 물량 확대가 마진 개선의 주된 요인. 단기적으로는 물량 여부에 따라 다시 20%의 영업 마진을 하회할 가능성이 있으나 중장기 개선 방향성 유효

업황 개선을 고려해 2025년 영업이익 전망치를 기존 대비 소폭 상향하고 밸류에이션 기준 연도를 2024년에서 2025년으로 변경하면서 목표주가 상향. 특히 스마트폰에서 전력효율 상승을 위한 OLED 탑재 확대 트렌드도 동사 방열필름 수요 증가로 연결되어 긍정적

3분기 시장 기대치 하회, 연간 실적 상승세 이어질 전망

3분기 영업이익은 128억원(+202.9% y-y)을 기록하며 컨센서스 하회 전망. 국내 스마트폰 업체의 플래그십 모델 판매 부진으로 FPCB 매출이 전분기 대비 소폭 하락하고 첨단산업에서도 전기차 판매 둔화 영향을 받을 것으로 보이기 때문

4분기에도 연말 비용 반영 등으로 마진 둔화 이어질 것. 하지만 2025년에는 1분기 기저효과와 북미 및 중화권 스마트폰 업체들의 수요 개선세가 이어질 것으로 예상되어 연간 실적 개선세 유효

PI첨단소재 3분기 실적 Review (K-IFRS 개별) (단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E					4Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	61.4	53.4	51.8	73.7	70.0	14.0	-5.1	74.4	74.8	63.8
영업이익	4.2	1.1	2.5	17.7	12.8	202.9	-27.4	16.1	17.7	8.8
영업이익률	*6.9*	*2.1*	*4.8*	*24.0*	*18.4*			*21.6*	*23.7*	*13.8*
세전이익	4.2	-0.3	1.8	17.0	13.0	212.4	-23.3	16.3	16.0	6.2
(지배)순이익	4.2	-0.1	1.5	13.5	11.1	163.6	-17.7	13.8	14.0	5.3

자료: PI첨단소재, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 55페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**36,000원 (상향)**
현재가 (24/08/30)	**26,400원**
업종	**화학**
KOSPI / KOSDAQ	2674.31 / 767.66
시가총액(보통주)	775.3십억원
발행주식수(보통주)	29.4백만주
52주 최고가('24/07/16)	33,000원
최저가('24/04/17)	17,910원
평균거래대금(60일)	4,361백만원
배당수익률(2024E)	0.00%
외국인지분율	8.5%
주요주주	
아케마코리아홀딩 외 1 인	54.2%
국민연금공단	8.5%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-1.9	25.4	-10.2
상대수익률 (%p)	-3.3	23.9	-14.0

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	217.6	259.2	273.9	284.9
증감률	*-21.3*	*19.1*	*5.6*	*4.0*
영업이익	-3.9	41.8	44.9	47.5
증감률	*적전*	*흑전*	*7.4*	*6.0*
영업이익률	*-1.8*	*16.1*	*16.4*	*16.7*
(지배지분)순이익	-1.8	31.2	35.0	35.9
EPS	-61	1,064	1,192	1,221
증감률	*적전*	*흑전*	*12.1*	*2.4*
PER	N/A	24.8	22.1	21.6
PBR	2.8	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	39.2	12.8	11.0	10.2
ROE	-0.5	9.4	9.6	9.0
부채비율	64.5	74.1	69.5	65.5
순차입금	96.7	104.2	105.9	86.0

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

PI첨단소재는 PI필름 글로벌 1위 생산 업체로 FPCB 소재, 스마트폰 방열시트, EV 배터리용 절연 테이프, MLCC 공정소재 등을 생산. 2023년 매출액은 2,176억원(-21.3% y-y)이며 사업부문별 매출비중은 FPCB부문 48.3%, 방열시트부문 24.5%, 첨단산업부문 27.1%로 구성. 주요 전방산업은 스마트폰 시장으로, 최종 고객사 제품 수요가 동사 실적을 견인. 동사는 비모바일 및 비필름 등 포트폴리오 다각화를 시도하고 있으며 EV 배터리 절연용 필름, 절연용 바니쉬 등을 생산

Share price drivers/Earnings Momentum

- 최종 고객사 스마트폰 수요 증가에 따른 출하량 증가
- EV 배터리 등 첨단산업으로의 확장

Downside Risk

- 전방수요부진으로 인한 고객사 신규 주문 지연
- PMDA, DMF 등의 원부재료 가격 상승

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Kaneka	8.9	8.1	0.5	0.5	5.6	5.9
Ube Industries	8.7	7.8	0.6	0.6	6.9	7.3
Dupont	21.9	18.8	1.4	1.4	6.6	7.5
Toray Industries	13.8	11.2	0.6	0.6	4.7	5.5

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	18.6	N/A	24.8	22.1	21.6
PBR	2.5	2.8	2.2	2.0	1.9
PSR	3.1	4.1	3.0	2.8	2.7
ROE	13.7	-0.5	9.4	9.6	9.0
ROIC	12.8	-1.4	9.6	9.0	8.9

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

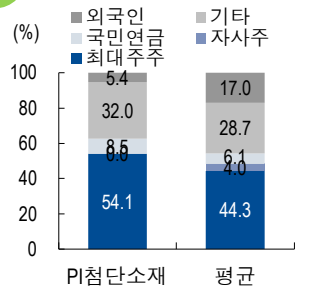
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**136**	**153**	**216**	**245**	**224**	**262**	**302**	**276**	**218**
영업이익	29	32	53	61	34	60	76	52	-4
영업이익률(%)	*21.2*	*21.1*	*24.5*	*24.7*	*15.0*	*22.9*	*25.1*	*18.9*	-1.8
세전이익	21	28	42	44	21	53	83	54	-7
순이익	**17**	**21**	**33**	**35**	**18**	**42**	**64**	**46**	**-2**
지배지분순이익	**41**	**45**	**68**	**76**	**53**	**42**	**64**	**46**	**-2**
EBITDA	29	27	12	67	24	81	100	78	25
CAPEX	-7	6	58	-49	14	15	33	108	52
Free Cash Flow	578	714	1,116	1,191	603	34	56	-90	8
EPS(원)	7,171	7,783	8,453	8,810	8,557	1,422	2,179	1,557	-61
BPS(원)	110	450	800	830	315	9,664	11,097	11,627	10,724
DPS(원)	5	2	-42	42	43	315	1,090	779	0
순차입금	8.4	9.6	13.8	13.8	6.9	-54	-48	80	97
ROE(%)	12.9	12.9	19.2	22.3	10.4	15.6	21.0	13.7	-0.5
ROIC(%)	19.0	63.0	71.7	69.7	52.2	14.6	21.3	12.8	-1.4
배당성향(%)	1.1	3.2	1.7	2.5	0.9	22.2	50.0	50.0	0.0
배당수익률(%)	2.4	0.8	-17.1	16.3	17.1	0.9	2.0	2.7	0.0
순차입금 비율(%)	136	153	216	245	224	262	302	23.4	30.7

자료: PI첨단소재, NH투자증권 리서치본부

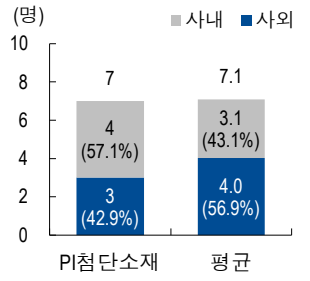
ESG Index & Event

G

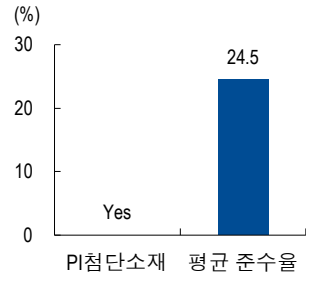
주주 구성



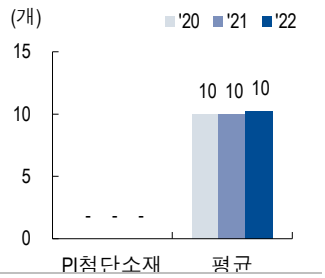
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



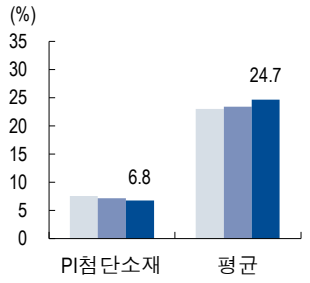
기업지배구조 핵심지표 준수



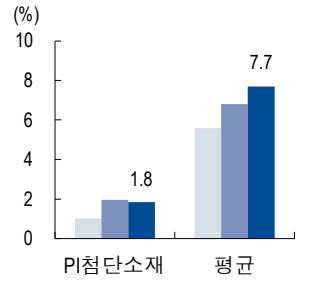
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: PI첨단소재, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

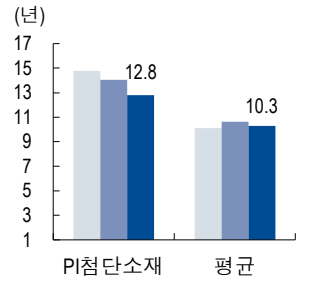
여성 임직원 비율



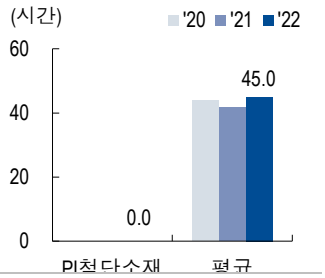
계약직 비율



근속연수



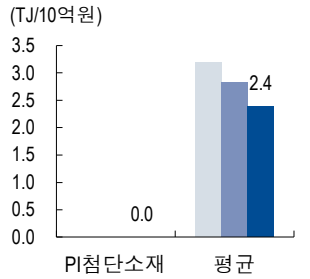
인당 교육시간



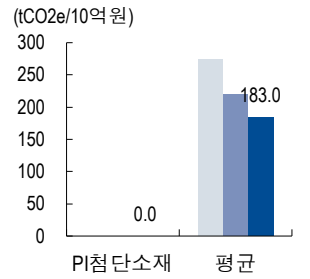
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: PI첨단소재, NH투자증권 리서치본부

E

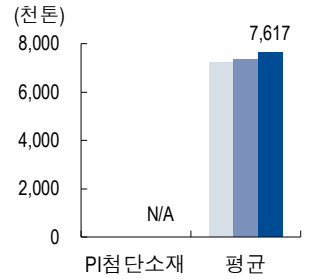
에너지 사용량



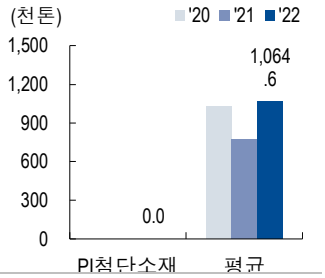
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: PI첨단소재, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2024.02	- ESG 혁신위원회 발족. 한국에너지기술연구원, 전략물자관리원, UNIST와 협력하여 지속가능경영 자문 활동 진행
	2021.04	- 원부재료인 화학 제품 DMF의 차기연도 재활용 목표치로 70%를 제시
S	2024.02	- 2023년도 유가증권시장 공시 우수법인 선정
G	2023.12	- 글랜우드PE, 프랑스 화학 기업 ARKEMA 코리아홀딩스에 지분 전량 매각하는 주식매매계약 체결
	2020.03	- SKC와 코오롱인더스트리, 글랜우드PE(SPC 코리아피아이홀딩스)에 경영권 지분 매각

자료: 언론보도, PI첨단소재, NH투자증권 리서치본부

표1. PI첨단소재 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	217.6	259.2	273.9	284.9
	- 수정 전	-	266.8	281.7	292.8
	- 변동률	-	-2.8	-2.8	-2.7
영업이익	- 수정 후	-3.9	41.8	44.9	47.5
	- 수정 전	-	39.7	43.6	46.9
	- 변동률	-	5.2	2.9	1.4
영업이익률(수정 후)		-1.8	16.1	16.4	16.7
EBITDA		25.3	68.6	80.2	84.7
(지배지분)순이익		-1.8	31.2	35.0	35.9
EPS	- 수정 후	-61	1,064	1,192	1,221
	- 수정 전	-	1,106	1,184	1,285
	- 변동률	-	-3.8	0.7	-5.0
PER		N/A	24.8	22.1	21.6
PBR		2.8	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA		39.2	12.8	11.0	10.2
ROE		-0.5	9.4	9.6	9.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. PI첨단소재 PER 밸류에이션 (단위: 배, 원)

항 목	비 고	
Target PER	기존 목표 PER 30배 적용	30
EPS	Expectation 2025	1,192
Fair Value Per Share	Target PER * EPS	36,000

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. PI첨단소재 용도별 연간 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	**217.6**	**259.2**	**273.9**	**284.9**
FPCB	105.3	117.0	122.8	126.4
G/S (Graphite Sheet, 방열시트)	53.5	76.2	80.0	84.0
첨단산업	58.8	66.0	71.0	74.6
영업이익	**-3.9**	**41.8**	**44.9**	**47.5**
영업이익률(%)	*-1.8*	*16.1*	*16.4*	*16.7*
세전이익	**-6.6**	**38.0**	**44.3**	**45.4**
(지배)순이익	**-1.8**	**31.2**	**35.0**	**35.9**

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. PI첨단소재 용도별 분기 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F
매출액	**42.6**	**60.2**	**61.4**	**53.4**	**51.8**	**73.7**	**70.0**	**63.8**
FPCB	21.8	30.3	28.8	24.4	26.4	33.4	30.7	26.4
G/S (Graphite Sheet, 방열시트)	7.4	15.0	16.9	14.2	9.3	22.5	23.0	21.5
첨단산업	13.4	14.9	15.7	14.8	16.1	17.7	16.3	16.0
영업이익	**-11.7**	**2.5**	**4.2**	**1.1**	**2.5**	**17.7**	**12.8**	**8.8**
영업이익률(%)	*-27.5*	*4.1*	*6.9*	*2.1*	*4.8*	*24.0*	*18.4*	*13.8*
세전이익	**-12.2**	**1.6**	**4.2**	**-0.3**	**1.8**	**17.0**	**13.0**	**6.2**
(지배) 순이익	**-8.0**	**2.2**	**4.2**	**-0.1**	**1.5**	**13.5**	**11.1**	**5.3**

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**217.6**	**259.2**	**273.9**	**284.9**
증감률 (%)	-21.3	19.1	5.6	4.0
매출원가	**192.3**	**170.6**	**179.1**	**185.1**
매출총이익	**25.3**	**88.7**	**94.7**	**99.9**
Gross 마진 (%)	11.6	34.2	34.6	35.0
판매비와 일반관리비	29.2	46.9	49.9	52.3
영업이익	**-3.9**	**41.8**	**44.9**	**47.5**
증감률 (%)	적전	흑전	7.4	6.0
OP 마진 (%)	-1.8	16.1	16.4	16.7
EBITDA	**25.3**	**68.6**	**80.2**	**84.7**
영업외손익	**-2.7**	**-3.8**	**-0.5**	**-2.2**
금융수익(비용)	-2.7	-5.7	-2.6	-6.0
기타영업외손익	0.0	1.9	2.1	3.9
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**-6.6**	**38.0**	**44.3**	**45.4**
법인세비용	**-4.9**	**6.7**	**9.3**	**9.5**
계속사업이익	-1.8	31.2	35.0	35.9
당기순이익	**-1.8**	**31.2**	**35.0**	**35.9**
증감률 (%)	적전	흑전	12.1	2.4
Net 마진 (%)	-0.8	12.0	12.8	12.6
지배주주지분 순이익	-1.8	31.2	35.0	35.9
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-1.9	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	-3.7	31.2	35.0	35.9

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	N/A	24.8	22.1	21.6
PBR(X)	2.8	2.2	2.0	1.9
PCR(X)	29.9	11.2	9.2	9.0
PSR(X)	4.1	3.0	2.8	2.7
EV/EBITDA(X)	39.2	12.8	11.0	10.2
EV/EBIT(X)	N/A	21.1	19.6	18.1
EPS(W)	-61	1,064	1,192	1,221
BPS(W)	10,724	11,787	12,980	14,201
SPS(W)	7,411	8,828	9,326	9,702
자기자본이익률(ROE, %)	-0.5	9.4	9.6	9.0
총자산이익률(ROA, %)	-0.4	5.6	5.6	5.4
투하자본이익률 (ROIC, %)	-1.4	9.6	9.0	8.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	30.7	30.1	27.8	20.6
총부채/자기자본(%)	64.5	74.1	69.5	65.5
이자발생부채	157	167	171	175
유동비율(%)	145.7	87.4	99.2	111.7
총발행주식수(mn)	29	29	29	29
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	30,500	26,400	26,400	26,400
시가총액(십억원)	896	775	775	775

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	56.4	59.5	61.1	84.8
매출채권	31.7	28.8	45.6	47.5
유동자산	**128.1**	**123.7**	**147.9**	**174.8**
유형자산	366.6	460.0	480.6	499.4
투자자산	0.7	0.7	0.8	0.8
비유동자산	**389.8**	**479.1**	**498.1**	**515.4**
자산총계	**517.9**	**602.8**	**645.9**	**690.2**
단기성부채	55.4	66.2	69.5	73.5
매입채무	10.1	51.8	54.8	57.0
유동부채	**88.0**	**141.6**	**149.0**	**156.6**
장기성부채	101.8	101.2	101.2	101.2
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	**115.1**	**115.1**	**115.8**	**116.6**
부채총계	**203.0**	**256.7**	**264.8**	**273.2**
자본금	14.7	14.7	14.7	14.7
자본잉여금	187.5	187.5	187.5	187.5
이익잉여금	190.8	222.1	257.1	292.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**314.9**	**346.2**	**381.2**	**417.0**

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**60.0**	**109.1**	**52.6**	**74.2**
당기순이익	-1.8	31.2	35.0	35.9
+ 유/무형자산상각비	29.3	26.8	35.4	37.1
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	0.3	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	29.9	69.2	84.3	86.6
- 운전자본의증가(감소)	35.9	51.0	-17.8	1.2
투자활동 현금흐름	**-52.4**	**-48.7**	**-51.2**	**-51.2**
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-52.2	-51.1	-51.1	-51.1
+ 투자자산의매각(취득)	-0.1	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	7.8	58.0	1.5	23.1
Net Cash Flow	7.7	60.4	1.4	23.0
재무활동현금흐름	**32.5**	**10.1**	**3.3**	**4.0**
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	32.5	10.1	3.3	4.0
현금의증가	40.0	3.1	1.6	23.6
기말현금 및 현금성자산	56.4	59.5	61.2	84.8
기말 순부채(순현금)	96.7	104.2	105.9	86.0

심텍 (222800.KQ)

업황 및 실적 개선세 유효

전방산업에서 스마트폰을 제외하고 PC와 서버 수요 개선 속도가 기대치보다 낮아 동사 실적도 컨센서스를 지속 하회 중. 하지만 중장기 개선 트렌드는 유효해 투자의견 Buy 유지

Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

실적 기대치 하회 고려해 목표주가 하향

전방산업 수요 개선에도 하반기 반도체 출하량 확대가 예상보다 더디다는 점 반영해 동사 실적 전망을 낮추고 목표주가를 기존 44,000원에서 31,000원으로 하향. 중장기적인 관점에서 주요 IT기기 수요 개선이 이어지고 반도체 출하량도 회복할 것으로 기대되어 투자의견 Buy 유지

주요 전방산업 중 스마트폰을 제외하고 PC나 서버 등 수요는 기대치 대비 여전히 부진. 또한 반도체 출하량이 당초 예상보다 더디게 회복하고 있어 수주 증가세가 예상대비 낮은 부분이 실적 하향의 주된 배경

동사 2025년 영업이익으로 840억원(+590.5% y-y)을 전망하며 이는 이전 추정치 대비 약 41% 하향된 수준. 하지만 전방산업 수요 회복 및 반도체 출하량 증가로 기판 업황이 예상보다 빨리 개선되는 경우 실적 상향 폭이 가파를 것

이익 증가세 지속, 3분기 시장 기대치는 하회할 전망

동사 3분기 영업이익으로 90억원(흑전 y-y) 수준을 예상하며 흑자기조를 유지할 것으로 예상. 하지만 시장 기대치에는 못미칠 가능성이 있다고 판단

최근까지 실적이 기대치를 하회하며 지속적인 주가 하락세를 기록했으나 업황 개선은 확인되었고 점진적으로 실적 회복세를 달성할 것으로 기대되어 주가 추가 하락 폭은 크지 않을 것으로 전망. 오히려 중장기적인 관점에서 기회를 노려보는 것이 합리적

심텍 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E					4Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	287.2	297.0	293.9	311.7	314.6	9.5	0.9	339.2	340.8	320.1
영업이익	-5.6	-28.8	-14.9	3.6	9.0	흑전	150.5	24.4	20.9	14.4
영업이익률	*-1.9*	*-9.7*	*-5.1*	*1.2*	*2.9*			*7.2*	*6.1*	*4.5*
세전이익	-5.1	-86.7	-19.7	-20.7	9.5	흑전	흑전	24.8	22.1	2.5
(지배)순이익	-6.1	-68.8	-15.2	-16.0	7.5	흑전	흑전	19.6	17.6	2.0

자료: 심텍, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 61페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**31,000원 (하향)**
현재가 (24/08/30)	**21,250원**
업종	**일반전기전자**
KOSPI / KOSDAQ	2674.31 / 767.66
시가총액(보통주)	676.9십억원
발행주식수(보통주)	31.9백만주
52주 최고가('24/01/03)	42,250원
최저가('24/08/29)	21,050원
평균거래대금(60일)	10,724백만원
배당수익률(2024E)	0.75%
외국인지분율	7.1%
주요주주	
심텍홀딩스 외 8 인	33.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-38.6	-25.4	-41.2
상대수익률 (%p)	-33.4	-16.2	-29.3

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	1,042	1,240	1,391	1,492
증감률	*-38.6*	*19.0*	*12.1*	*7.3*
영업이익	-88	12	84	90
증감률	*적전*	*흑전*	*590.5*	*7.0*
영업이익률	*-8.5*	*1.0*	*6.0*	*6.0*
(지배지분)순이익	-115	-22	76	70
EPS	-3,606	-678	2,373	2,208
증감률	*적전*	*적지*	*흑전*	*-7.0*
PER	N/A	N/A	9.0	9.6
PBR	2.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	N/A	8.5	4.4	3.7
ROE	-21.3	-4.7	15.8	12.9
부채비율	150.0	162.9	143.9	130.8
순차입금	191	193	107	25

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

심텍은 2015년 7월 1일 (주)심텍홀딩스로 부터 인적분할하여 신설된 법인으로 반도체 및 통신기기용 인쇄회로기판 생산 및 판매를 주사업으로 영위하고 있으며, 한국내 (주)심텍(본사)을 기준으로 6개의 공장 및 R&D 센터를 운영 중. 당사의 주요 제품군으로는 DRAM등의 메모리칩을 확장시켜주는 Module PCB와 각종 반도체칩을 조립할때 사용되는 Package Substrate 기판 등이 있음

Share price drivers/Earnings Momentum

- AI, 자율주행, 데이터센터 등 전방 시장 확대로 고부가 가치 제품 수요 증가
- 메모리 반도체 수요 회복으로 고객사 주문량 증가
- 주요 고객사 내 점유율 증가

Downside Risk

- 중국 업체들의 기술력 향상으로 제조 기술 격차 축소
- 메모리 반도체 수요 회복 지연
- 수입의존도가 높은 원재료 가격 상승

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Ibiden	29.5	20.4	1.9	1.4	6.9	7.0
Unimicron	27.4	12.1	2.7	2.3	9.7	18.6
Shinko	40.8	23.8	2.9	2.7	7.2	11.3
Nanya PCB	47.7	17.3	2.1	1.9	4.4	11.3
대덕전자	23.2	10.0	1.1	1.0	4.8	10.1

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	3.4	N/A	N/A	9.0	9.6
PBR	1.4	2.6	1.5	1.3	1.2
PSR	0.5	1.2	0.5	0.5	0.5
ROE	49.7	-21.3	-4.7	15.8	12.9
ROIC	51.6	-17.3	0.5	11.9	11.7

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

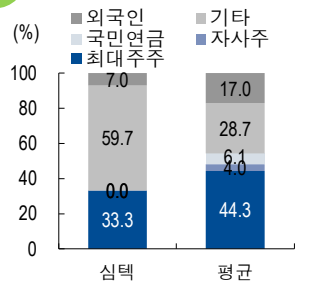
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**395**	**792**	**812**	**1,008**	**1,000**	**1,201**	**1,366**	**1,697**	**1,042**
영업이익	19	40	34	31	-18	90	174	352	-88
영업이익률(%)	4.9	5.1	4.2	3.1	-1.8	7.5	12.8	20.8	-8.5
세전이익	12	35	19	10	-42	75	154	346	-145
순이익	**10**	**29**	**16**	**2**	**-39**	**56**	**118**	**246**	**-115**
지배지분순이익	**10**	**29**	**16**	**5**	**-37**	**57**	**117**	**246**	**-115**
EBITDA	41	84	79	99	56	165	253	434	-7
CAPEX	21	39	52	98	75	86	77	159	139
Free Cash Flow	45	0	81	-8	-107	129	38	277	-233
EPS(원)	950	1,260	649	197	-1,531	1,952	3,679	7,717	-3,606
BPS(원)	6,696	7,609	8,187	8,332	6,676	8,840	11,907	19,166	14,713
DPS(원)	247	190	252	152	152	320	500	500	160
순차입금	175	182	176	197	321	132	103	-99	191
ROE(%)	13.5	17.5	8.2	2.4	-19.5	25.1	35.1	49.7	-21.3
ROIC(%)	-2.1	10.3	6.4	1.2	-5.2	14.1	25.6	51.6	-17.3
배당성향(%)	54.8	15.3	37.9	73.0	-9.9	18.0	13.6	6.5	-4.4
배당수익률(%)	4.0	1.7	2.5	2.4	1.3	1.4	1.1	1.9	0.4
순차입금 비율(%)	112.9	101.5	81.8	91.7	199.0	45.9	27.1	-16.2	40.7

자료: 심텍, NH투자증권 리서치본부

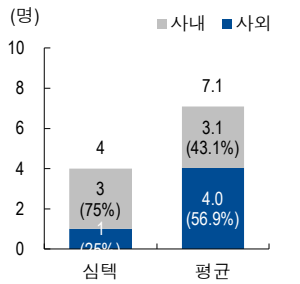
ESG Index & Event

G

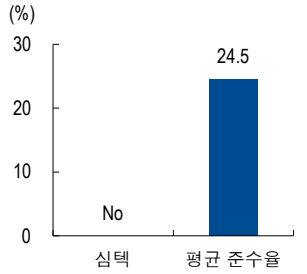
주주 구성



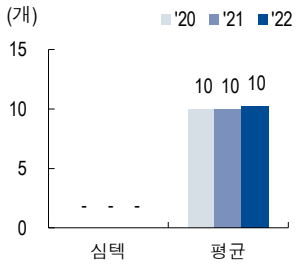
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



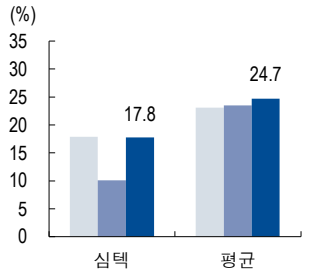
기업지배구조 핵심지표 준수



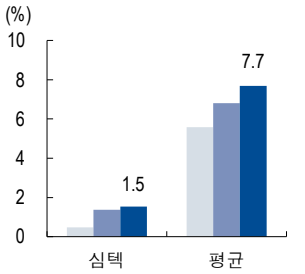
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 심텍, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

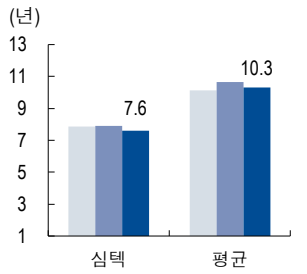
여성 임직원 비율



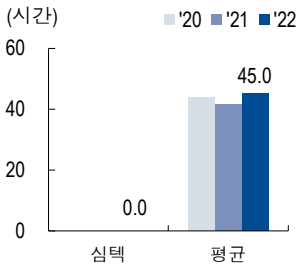
계약직 비율



근속연수



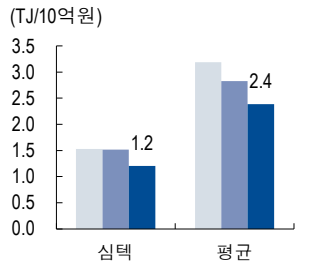
인당 교육시간



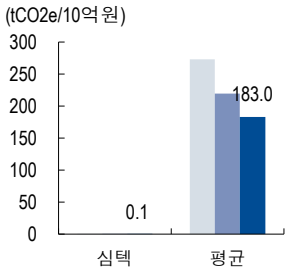
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 심텍, NH투자증권 리서치본부

E

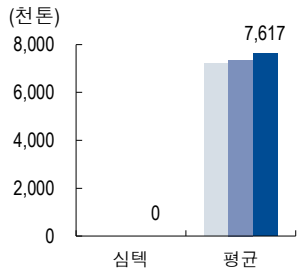
에너지 사용량



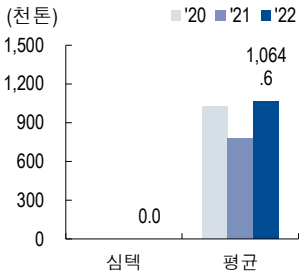
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 심텍, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2004.12	- ISO 14001 인증규격획득
	2018.11	- ISO 45001 인증규격획득
S	2021.4	- 산업통상자원부 주관 "지역대표 중견기업 선정"
G	2015.7	- (주)심텍홀딩스로 부터 인적분할하여 신설

자료: 심텍, NH투자증권 리서치본부

표1. 심텍 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	1,041.9	1,240.2	1,390.7	1,492.1
	- 수정 전	-	1,279.0	1,592.8	1,716.9
	- 변동률	-	-3.0	-12.7	-13.1
영업이익	- 수정 후	-88.1	12.2	84.0	89.8
	- 수정 전	-	40.6	141.8	173.0
	- 변동률	-	-70.0	-40.8	-48.1
영업이익률(수정 후)		-8.5	1.0	6.0	6.0
EBITDA		-7.5	102.1	178.4	189.0
(지배지분)순이익		-114.9	-21.6	75.6	70.3
EPS	- 수정 후	-3,606	-678	2,373	2,208
	- 수정 전	-	678	3,356	4,112
	- 변동률	-	적전	-29.3	-46.3
PER		N/A	N/A	9.0	9.6
PBR		2.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA		N/A	8.5	4.4	3.7
ROE		-21.3	-4.7	15.8	12.9

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 심텍 PER 밸류에이션 (단위: 배, 원)

항 목	비 고	
Target PER	기존 Target PER 13배 적용	13
EPS	Expectation 2025	2,373
Fair Value Per Share	Target PER * EPS	31,000

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 심텍 제품별 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 배, 원)

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	1,041.9	1,240.2	1,390.7	1,492.1
Module PCB	233.4	284.6	326.5	342.3
Substrate	800.2	948.1	1,056.9	1,142.7
Burn-in-board etc	8.3	7.6	7.3	7.1
영업이익	-88.1	12.2	84.0	89.8
영업이익률(%)	*-8.5*	*1.0*	*6.0*	*6.0*
세전이익	-144.7	-28.4	84.1	89.3
지배지분순이익	-114.9	-21.6	73.8	70.3

자료: 심텍, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 심텍 제품별 분기 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F
매출액	203.9	253.7	287.2	297.0	293.9	311.7	314.6	320.1
Module PCB	51.2	53.6	61.8	66.8	72.8	74.8	72.2	64.8
Substrate	150.7	195.3	225.4	228.8	220.3	231.1	241.9	254.8
Burn-in-board etc	2.0	4.8	0.0	1.5	0.8	5.8	0.5	0.5
영업이익	-32.2	-21.6	-5.6	-28.8	-14.9	3.6	9.0	14.4
영업이익률(%)	*-15.8*	*-8.5*	*-1.9*	*-9.7*	*-5.1*	*1.2*	*2.9*	*4.5*
세전이익	-28.4	-24.4	-5.1	-86.7	-19.7	-20.7	9.5	2.5
지배지분순이익	-22.1	-17.8	-6.1	-68.8	-15.2	-16.0	7.5	2.0

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**1,042**	**1,240**	**1,391**	**1,492**
증감률 (%)	-38.6	19.0	12.1	7.3
매출원가	**1,013**	**1,131**	**1,176**	**1,263**
매출총이익	**28**	**109**	**215**	**229**
Gross 마진 (%)	2.7	8.8	15.5	15.3
판매비와 일반관리비	117	97	131	139
영업이익	**-88**	**12**	**84**	**90**
증감률 (%)	적전	흑전	590.5	7.0
OP 마진 (%)	-8.5	1.0	6.0	6.0
EBITDA	**-7**	**102**	**178**	**189**
영업외손익	**-57**	**-41**	**2**	**-1**
금융수익(비용)	-9	-22	5	4
기타영업외손익	-47	-19	-3	-5
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**-145**	**-28**	**86**	**89**
법인세비용	**-30**	**-7**	**10**	**19**
계속사업이익	-115	-22	76	71
당기순이익	**-115**	**-22**	**76**	**71**
증감률 (%)	적전	적지	흑전	-7.0
Net 마진 (%)	-11.1	-1.7	5.4	4.7
지배주주지분 순이익	-115	-22	76	70
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-11	0	0	0
총포괄이익	-126	-22	76	71

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	N/A	N/A	9.0	9.6
PBR(X)	2.6	1.5	1.3	1.2
PCR(X)	27.4	8.2	3.3	3.3
PSR(X)	1.2	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(X)	N/A	8.5	4.4	3.7
EV/EBIT(X)	N/A	71.7	9.4	7.8
EPS(W)	-3,606	-678	2,373	2,208
BPS(W)	14,713	13,875	16,088	18,136
SPS(W)	32,708	38,935	43,660	46,840
자기자본이익률(ROE, %)	-21.3	-4.7	15.8	12.9
총자산이익률(ROA, %)	-9.4	-1.8	6.3	5.4
투하자본이익률 (ROIC, %)	-17.3	0.5	11.9	11.7
배당수익률(%)	0.4	0.8	0.8	0.8
배당성향(%)	-4.4	-23.6	6.7	7.2
총현금배당금(십억원)	5	5	5	5
보통주 주당배당금(W)	160	160	160	160
순부채(현금)/자기자본(%)	40.7	43.5	20.7	4.3
총부채/자기자본(%)	150.0	162.9	143.9	130.8
이자발생부채	215	217	220	222
유동비율(%)	57.4	51.0	68.4	84.9
총발행주식수(mn)	32	32	32	32
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	38,500	21,250	21,250	21,250
시가총액(십억원)	1,226	677	677	677

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	10	10	99	182
매출채권	93	95	98	101
유동자산	**280**	**256**	**352**	**449**
유형자산	625	620	611	597
투자자산	35	36	37	38
비유동자산	**896**	**911**	**902**	**889**
자산총계	**1,176**	**1,166**	**1,255**	**1,338**
단기성부채	130	132	135	137
매입채무	123	127	131	135
유동부채	**488**	**501**	**515**	**529**
장기성부채	85	85	85	85
장기충당부채	80	82	84	87
비유동부채	**217**	**221**	**225**	**230**
부채총계	**706**	**723**	**740**	**758**
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	110	110	110	110
이익잉여금	338	311	382	447
비지배주주지분	2	2	2	2
자본총계	**470**	**444**	**514**	**580**

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**-93**	**115**	**187**	**183**
당기순이익	-115	-22	76	71
+ 유/무형자산상각비	81	90	94	99
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	1	0	0	0
Gross Cash Flow	45	83	203	208
- 운전자본의증가(감소)	-62	40	7	3
투자활동 현금흐름	**-90**	**-105**	**-86**	**-86**
+ 유형자산 감소	4	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-139	-85	-85	-85
+ 투자자산의매각(취득)	-1	-1	-1	-1
Free Cash Flow	-233	30	102	98
Net Cash Flow	-184	10	101	96
재무활동현금흐름	**74**	**-3**	**-3**	**-3**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	74	-3	-3	-3
현금의증가	-110	0	88	84
기말현금 및 현금성자산	10	10	99	182
기말 순부채(순현금)	191	193	107	25

이녹스첨단소재 (272290.KQ)

견조한 실적과 성장성 고려시 저가매수 기회

동사 실적은 사업구조 개선, OLED 업황 호조세로 지속적으로 시장 컨센서스를 상회하고 있으나 밸류에이션은 역사적 저점. 중장기 고객사 및 제품 다변화, 열폭주 필름 등의 성장성 고려시 저가매수 기회라고 판단

Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

※ESG Index/Event는 67페이지 참조

실적 전망 상회에도 밸류에이션 역사적 저점

OLED TV 판매 개선, 체질구조 변화로 동사 실적은 연초 이후로 기대치를 지속적으로 상회하고 있는 상황. 하지만 아직 시작하지 않은 2차전지 사업에 대한 우려 등으로 밸류에이션은 역사적 저점 수준. 열폭주 필름, OLED 제품 및 고객사 다변화 등 중장기 성장성 고려해 투자의견 Buy 유지

이녹스첨단소재의 실적은 당사 추정치를 최근 지속적으로 상회하고 있는 상황. 특히 연간 영업이익률의 경우 20%에 육박하는 등 고부가 가치 제품 판매 확대, 사업구조 변화의 효과가 나타나는 중

중장기적 관점에서도 중화권 업체로의 OLED 고객사 다변화, 제품군 확대, 전기차용 열폭주 필름 등에 힘입어 성장세 이어질 것. 그럼에도 불구하고 동사 밸류에이션은 역사적 저점 수준까지 하락. 회사도 주주가치 제고를 위해 총 150억원에 해당하는 주식을 매입하고 있는 상황

하반기 실적 컨센서스 부합, 중장기 열폭주 필름 성장성에 주목

3분기 영업이익은 최근 낮아진 추정치에 부합할 것으로 예상. 국내 고객사 스마트폰 판매 둔화 및 TV 생산량 조절이 주된 원인. 4분기에는 다시 스마트폰 물량이 증가하고 TV 출하량 확대도 기대되어 견조한 이익 달성 가능할 것

특히 당사는 하반기 승인 가능성이 높은 전기차용 열폭주 필름 시장 성장성에 주목. 해당 시장은 10만대 기준 약 1,000억원 규모로 동사 실적 확대에 큰 기여를 할 것으로 기대

이녹스첨단소재 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E				4Q24F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	101.9	83.6	102.2	115.7	102.5	0.5	-11.5	118.6	102.7
영업이익	15.5	2.1	15.8	27.6	20.8	33.7	-24.8	23.9	14.7
영업이익률	*15.2*	*2.5*	*15.4*	*23.9*	*20.3*			*20.2*	*14.3*
세전이익	18.4	-2.5	19.7	25.1	21.3	15.3	-15.3	26.5	6.1
(지배)순이익	14.9	-3.8	14.9	18.9	16.8	13.0	-11.3	21.4	4.8

자료: 이녹스첨단소재, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가	**38,000원 (유지)**
현재가 (24/08/30)	**29,000원**
업종	**일반전기전자**
KOSPI / KOSDAQ	2674.31 / 767.66
시가총액(보통주)	586.6십억원
발행주식수(보통주)	20.2백만주
52주 최고가('23/06/28)	40,950원
최저가('24/08/05)	25,200원
평균거래대금(60일)	9,804백만원
배당수익률(2024E)	0.86%
외국인지분율	18.1%
주요주주	
이녹스 외 3 인	31.7%
국민연금공단	6.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-13.8	-8.4	-24.0
상대수익률 (%p)	-6.6	3.0	-8.5

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	387.0	423.1	473.7	871.8
증감률	*-20.9*	*9.3*	*12.0*	*84.0*
영업이익	42.2	78.9	90.7	113.8
증감률	*-56.6*	*87.0*	*15.0*	*25.5*
영업이익률	*10.9*	*18.6*	*19.1*	*13.1*
(지배지분)순이익	32.8	55.2	61.2	82.6
EPS	1,624	2,728	3,025	4,082
증감률	*-61.9*	*68.0*	*10.9*	*35.0*
PER	19.7	10.6	9.6	7.1
PBR	1.6	1.3	1.1	0.8
EV/EBITDA	9.9	7.9	7.2	5.1
ROE	1.0	12.8	12.6	13.2
부채비율	40.8	59.2	62.6	52.6
순차입금	-15.1	201.2	217.9	107.9

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

이녹스첨단소재는 OLED 디스플레이 소재를 생산하는 INNOLED, 반도체 패키징 소재를 생산하는 INNOSEM, 회로 소재를 생산하는 SMARTFLEX 으로 구성된 3개 사업부문 영위. 부문별 제품으로는 INNOLED의 OLED 소자 손상 방지용 봉지재, INNOSEM의 Wafer 분할 시 지지용으로 점착하는 UV-Dicing Tape, SMARTFLEX의 FPCB 적층면 접착 Sheet 등이 있음. 신성장동력으로 신규 디스플레이 소재 및 배터리용 소재를 개발하고 있으며, 수산화리튬 사업에도 진출하여 전기차용 배터리셀 제조사와 공급 계약을 체결한 바 있음

Share price drivers/Earnings Momentum

- 고객사 TV 및 스마트폰 출하량 증가에 따른 OLED 소재 매출 확대
- 현재 개발 단계에 있는 신제품의 성공적인 양산을 통한 신규 매출처 확보

Downside Risk

- 수요 둔화로 고객사의 OLED 패널 출하량 감소와 재고 조정
- 신규 소재 후발 주자 진입에 따른 제한적인 매출 확대

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Universal Display	39.6	33.7	5.6	4.9	14.1	14.5
Nitto Denko	13.5	12.7	1.6	1.5	11.9	11.7
O-Film	93.6	54.4	6.6	6.3	7.1	11.6

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	7.1	19.7	10.6	9.6	7.1
PBR	1.6	1.6	1.3	1.1	0.8
PSR	1.2	1.7	1.4	1.2	0.7
ROE	24.8	8.3	12.8	12.6	13.2
ROIC	32.1	10.9	13.4	11.1	12.2

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

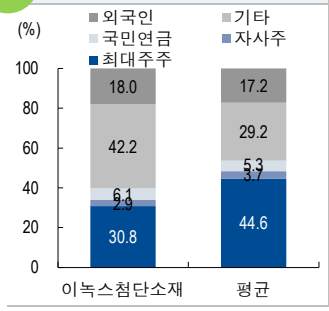
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	-	-	**193**	**293**	**349**	**336**	**487**	**489**	**387**
영업이익	-	-	22	38	46	44	97	97	42
영업이익률(%)	-	-	11.5	13.1	13.3	13.0	19.8	19.8	10.9
세전이익	-	-	21	38	45	32	100	102	44
순이익	-	-	**17**	**30**	**35**	**25**	**80**	**85**	**33**
지배지분순이익	-	-	**17**	**30**	**35**	**25**	**80**	**85**	**33**
EBITDA	-	-	28	49	62	61	115	118	64
CAPEX	-	-	11	42	19	17	19	41	141
Free Cash Flow	-	-	11	10	26	15	42	52	-53
EPS(원)	-	-	3,046	3,118	3,533	2,580	4,091	4,263	1,624
BPS(원)	-	-	12,893	15,006	18,479	20,712	15,712	18,895	20,098
DPS(원)	-	-	0	0	0	0	350	450	250
순차입금	-	-	29	31	22	11	-49	-79	-15
ROE(%)	-	-	13.8	22.4	21.1	13.2	31.4	24.8	8.3
ROIC(%)	-	-	N/A	19.8	18.8	16.5	33.2	32.1	10.9
배당성향(%)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	8.6	10.3	15.0
배당수익률(%)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	1.5	0.8
순차입금 비율(%)	-	-	23.5	20.9	12.0	5.4	-15.7	-20.7	-3.7

자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부

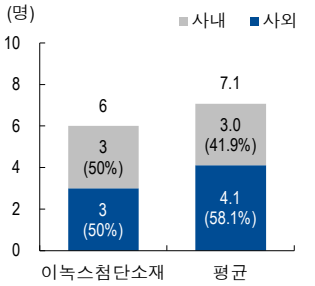
ESG Index & Event

G

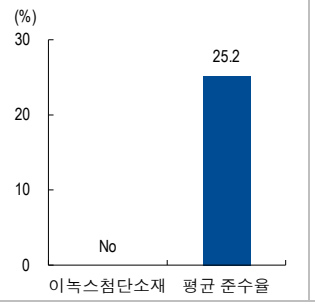
주주 구성



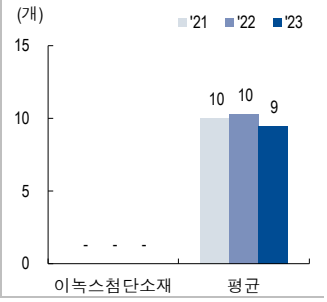
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



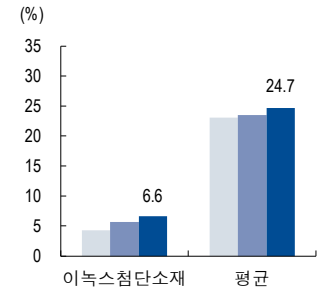
기업지배구조 핵심지표 준수



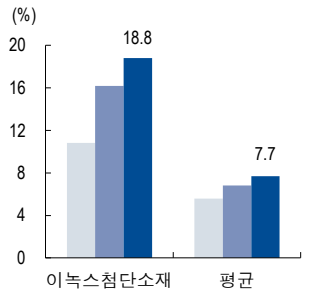
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 이녹스첨단소재, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

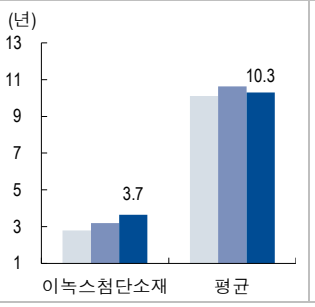
여성 임직원 비율



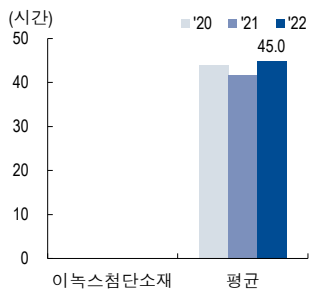
계약직 비율



근속연수



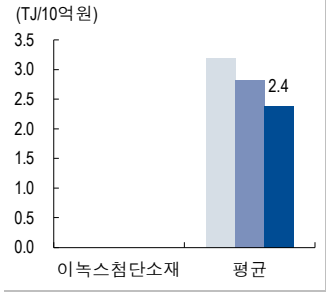
인당 교육시간



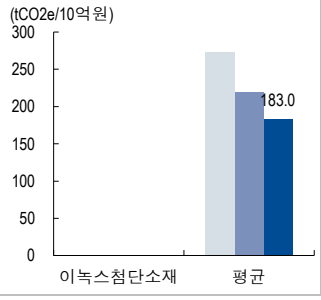
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부

E

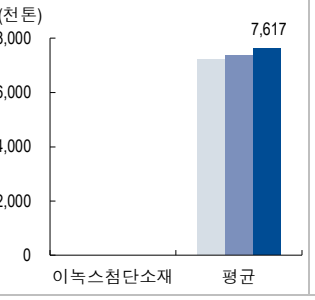
에너지 사용량



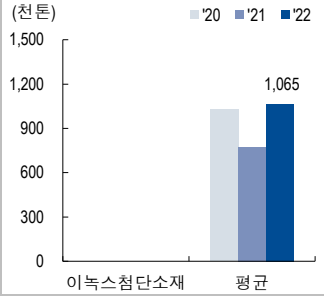
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2006.05	- ISO 14001(환경경영시스템) 인증 획득
S	2018.11	- 산업통상자원부 주관 2018 세계일류상품 선정 (OLED용 봉지재 필름)
	2018.09	- 교육부 주관 인적자원개발 우수기관(Best HRD) 인증 획득
G	2017.01	- 이녹스가 지주회사 이녹스와 사업회사 이녹스첨단소재로 인적분할

자료: 언론종합, 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부

표1. 이녹스첨단소재 부문별 분기 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24F
매출액	81.1	120.4	101.9	83.6	102.2	115.7	102.5	102.7
SMARTFLEX	27.9	42.1	40.9	31.5	34.6	43.1	34.5	31.4
INNOSEM	7.7	11.0	10.0	8.3	9.6	10.5	11.0	11.6
INNOLED	45.5	67.3	51.0	43.8	58.0	62.1	56.9	59.7
영업이익	4.4	20.1	15.5	2.1	15.8	27.6	20.8	14.7
영업이익률(%)	*5.5*	*16.7*	*15.2*	*2.5*	*15.4*	*23.9*	*20.3*	*14.3*
세전이익	8.3	19.9	18.4	-2.5	19.7	25.1	21.3	6.1
지배지분순이익	6.9	14.8	14.9	-3.8	14.9	18.6	16.8	4.8

자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 이녹스첨단소재 부문별 연간 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	387.0	423.1	473.7	871.8
SMARTFLEX	142.4	143.7	151.2	157.0
INNOSEM	37.0	42.7	44.8	47.1
INNOLED	207.6	236.7	250.6	264.0
INNOX Lithium			27.0	403.7
영업이익	42.2	78.9	90.7	113.8
영업이익률(%)	*10.9*	*18.6*	*19.1*	*13.1*
세전이익	44.1	72.1	80.0	108.0
지배지분순이익	32.8	55.1	61.2	82.5

자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**387.0**	**423.1**	**473.7**	**871.8**
증감률 (%)	-20.9	9.3	12.0	84.0
매출원가	**283.6**	**276.5**	**292.8**	**590.0**
매출총이익	**103.4**	**146.6**	**180.8**	**281.8**
Gross 마진 (%)	26.7	34.7	38.2	32.3
판매비와 일반관리비	61.3	67.7	90.2	167.9
영업이익	**42.2**	**78.9**	**90.7**	**113.8**
증감률 (%)	-56.6	87.0	15.0	25.5
OP 마진 (%)	10.9	18.6	19.1	13.1
EBITDA	**63.6**	**100.0**	**111.8**	**135.5**
영업외손익	**2.0**	**-6.7**	**-10.6**	**-5.8**
금융수익(비용)	4.7	-2.3	-7.1	-4.8
기타영업외손익	-2.7	-4.4	-3.5	-1.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**44.1**	**72.2**	**80.1**	**108.0**
법인세비용	**11.4**	**17.0**	**18.9**	**25.5**
계속사업이익	32.8	55.2	61.2	82.6
당기순이익	**32.8**	**55.2**	**61.2**	**82.6**
증감률 (%)	-61.6	68.3	10.9	35.0
Net 마진 (%)	8.5	13.0	12.9	9.5
지배주주지분 순이익	32.8	55.2	61.2	82.6
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-1.5	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	31.3	55.2	61.2	82.6

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	19.7	10.6	9.6	7.1
PBR(X)	1.6	1.3	1.1	0.8
PCR(X)	9.5	6.1	5.3	4.3
PSR(X)	1.7	1.4	1.2	0.7
EV/EBITDA(X)	9.9	7.9	7.2	5.1
EV/EBIT(X)	15.0	10.0	8.9	6.1
EPS(W)	1,624	2,728	3,025	4,082
BPS(W)	20,098	22,557	25,341	36,368
SPS(W)	19,181	20,929	23,417	43,098
자기자본이익률(ROE, %)	8.3	12.8	12.6	13.2
총자산이익률(ROA, %)	6.3	8.5	7.8	8.4
투하자본이익률 (ROIC, %)	10.9	13.4	11.1	12.2
배당수익률(%)	0.8	0.9	0.9	0.9
배당성향(%)	15.0	8.8	8.0	5.9
총현금배당금(십억원)	5	5	5	5
보통주 주당배당금(W)	250	250	250	250
순부채(현금)/자기자본(%)	-3.7	44.1	42.5	14.7
총부채/자기자본(%)	40.8	59.2	62.6	52.6
이자발생부채	122	218	265	312
유동비율(%)	241.2	121.0	146.4	288.5
총발행주식수(mn)	20	20	20	20
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	32,000	29,000	29,000	29,000
시가총액(십억원)	646	587	587	587

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	134.0	14.3	44.3	201.2
매출채권	69.8	52.9	59.2	87.2
유동자산	**263.4**	**138.4**	**169.9**	**381.5**
유형자산	279.0	563.4	643.0	721.6
투자자산	13.0	10.3	8.1	8.5
비유동자산	**308.4**	**587.8**	**663.6**	**741.3**
자산총계	**571.8**	**726.3**	**833.4**	**1,122.8**
단기성부채	69.9	66.3	62.8	59.8
매입채무	10.8	16.9	18.9	34.9
유동부채	**109.2**	**114.4**	**116.1**	**132.2**
장기성부채	52.2	152.1	202.1	252.1
장기충당부채	0.7	0.5	0.4	0.4
비유동부채	**56.6**	**155.6**	**204.9**	**255.0**
부채총계	**165.8**	**270.0**	**320.9**	**387.2**
자본금	10.1	10.1	10.1	10.1
자본잉여금	121.8	121.8	121.8	267.2
이익잉여금	290.3	340.6	396.8	474.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**406.0**	**456.2**	**512.5**	**735.5**

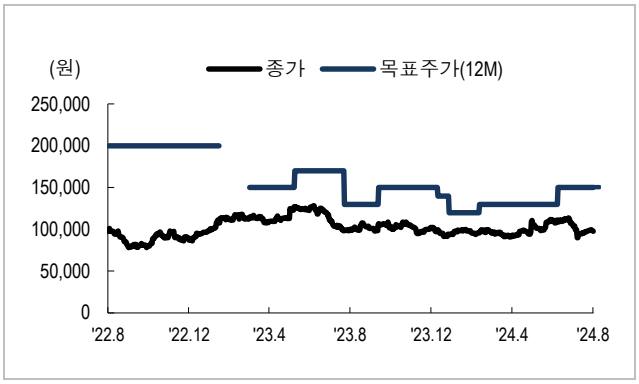
Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**88.2**	**89.5**	**85.2**	**69.0**
당기순이익	32.8	55.2	61.2	82.6
+ 유/무형자산상각비	21.4	21.1	21.1	21.7
+ 종속, 관계기업관련손익	0.1	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	1.4	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	67.7	96.7	110.8	138.0
- 운전자본의증가(감소)	33.3	13.2	2.9	-35.3
투자활동 현금흐름	**-145.6**	**-236.8**	**-97.9**	**-100.4**
+ 유형자산 감소	0.3	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-140.8	-240.0	-100.0	-100.0
+ 투자자산의매각(취득)	-5.1	2.7	2.1	-0.4
Free Cash Flow	-52.6	-150.5	-14.8	-31.0
Net Cash Flow	-57.5	-147.3	-12.6	-31.4
재무활동현금흐름	**78.2**	**91.4**	**41.6**	**187.4**
자기자본 증가	2.5	0.0	0.0	145.4
부채증감	75.7	91.4	41.6	42.0
현금의증가	20.4	-119.7	30.0	157.0
기말현금 및 현금성자산	134.0	14.3	44.3	201.3
기말 순부채(순현금)	-15.1	201.2	217.9	107.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

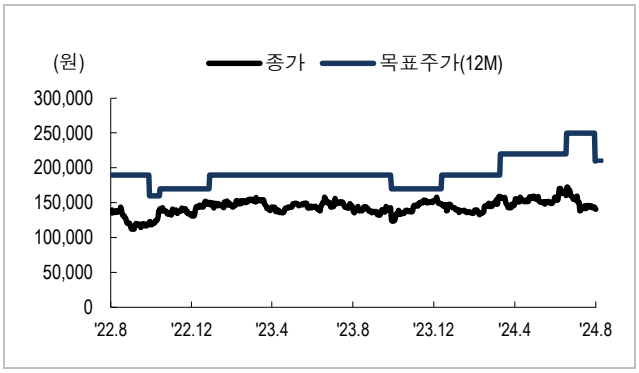
제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최저/최고
2024.07.08	Buy	150,000원(12개월)	-	-
2024.03.12	Buy	130,000원(12개월)	-23.9%	-14.3%
2024.01.26	Buy	120,000원(12개월)	-19.6%	-16.8%
2024.01.09	Buy	140,000원(12개월)	-32.9%	-30.0%
2023.10.11	Buy	150,000원(12개월)	-31.9%	-27.7%
2023.08.20	Buy	130,000원(12개월)	-22.3%	-17.4%
2023.06.06	Buy	170,000원(12개월)	-30.7%	-24.6%
2023.03.30	Buy	150,000원(12개월)	-24.2%	-15.2%
2023.02.13		담당 Analyst 변경	-	-
2022.01.07	Buy	200,000원(12개월)	-48.5%	-27.0%

LG전자 (066570.KS)



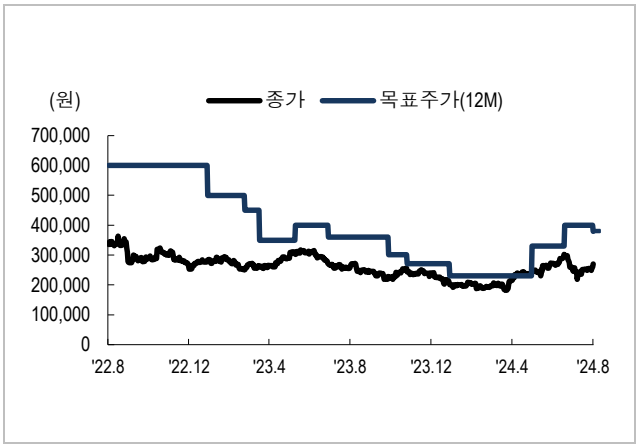
제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최저/최고
2024.08.30	Buy	210,000원(12개월)	-	-
2024.07.17	Buy	250,000원(12개월)	-39.6%	-30.9%
2024.04.08	Buy	220,000원(12개월)	-29.9%	-22.5%
2024.01.11	Buy	190,000원(12개월)	-25.1%	-16.4%
2023.10.26	Buy	170,000원(12개월)	-15.8%	-7.0%
2023.01.25	Buy	190,000원(12개월)	-23.4%	-16.8%
2022.11.11	Buy	170,000원(12개월)	-18.0%	-10.6%
2022.10.26	Buy	160,000원(12개월)	-21.7%	-13.4%

삼성전기 (009150.KS)



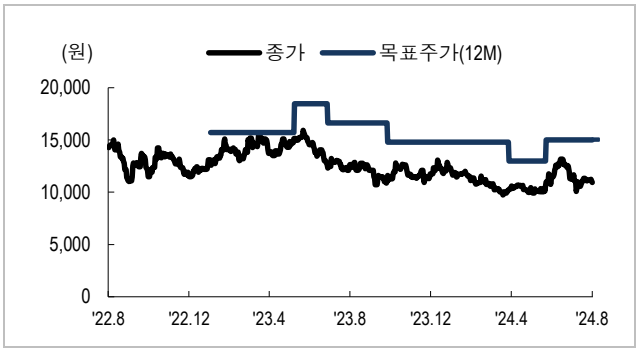
제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최저/최고
2024.08.30	Buy	380,000원(12개월)		
2024.07.17	Buy	400,000원(12개월)	-36.2%	-25.4%
2024.05.29	Buy	330,000원(12개월)	-20.6%	-10.8%
2024.01.26	Hold	230,000원(12개월)	-10.8%	-
2023.11.23	Hold	270,000원(12개월)	-14.2%	-
2023.10.26	Buy	300,000원(12개월)	-21.1%	-15.0%
2023.07.27	Buy	360,000원(12개월)	-30.3%	-24.4%
2023.06.07	Buy	400,000원(12개월)	-24.5%	-20.8%
2023.04.14	Buy	350,000원(12개월)	-20.7%	-11.3%
2023.03.23	Buy	450,000원(12개월)	-41.3%	-39.7%
2023.01.26	Buy	500,000원(12개월)	-45.0%	-41.1%
2022.05.25	Buy	600,000원(12개월)	-47.0%	-35.0%

LG이노텍 (011070.KS)



제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최저/최고
2024.06.21	Buy	15,000원(12개월)	-	-
2024.04.26	Buy	13,000원(12개월)	-20.6%	-17.7%
2023.10.26	Buy	16,000원(12개월)	-22.2%	-11.4%
2023.07.26	Buy	18,000원(12개월)	-26.4%	-20.4%
2023.06.06	Buy	20,000원(12개월)	-21.7%	-13.8%
2023.06.06		담당 Analyst 변경		
2023.01.30	Buy	17,000원(12개월)	-9.9%	-1.0%

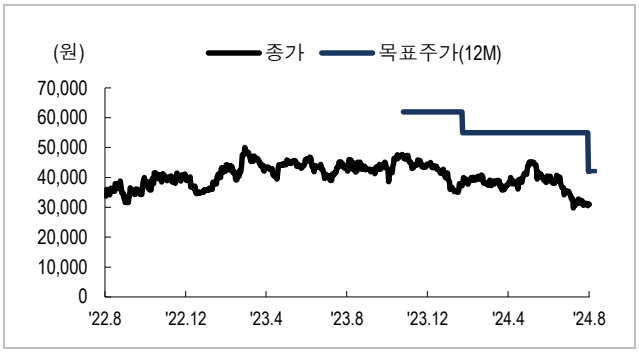
LG디스플레이 (034220.KS)



투자의견 및 목표주가 변경내역

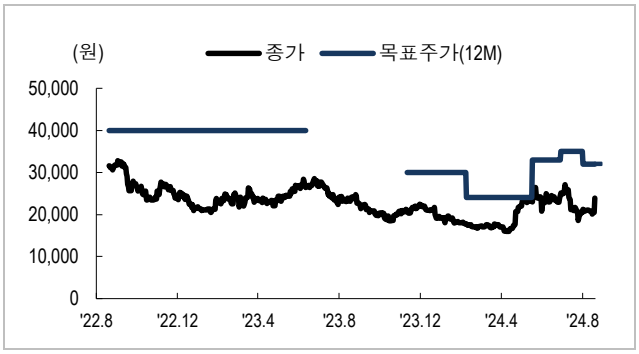
제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.08.30	Buy	42,000원(12개월)	-	-
2024.02.20	Buy	55,000원(12개월)	-30.8%	-17.7%
2023.11.22	Buy	62,000원(12개월)	-31.9%	-23.5%

덕산네오룩스 (213420.KQ)



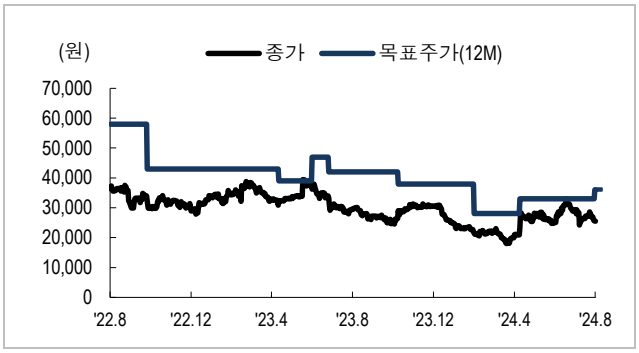
제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.08.13	Buy	32,000원(12개월)	-	-
2024.07.11	Buy	35,000원(12개월)	-35.3%	-22.4%
2024.05.29	Buy	33,000원(12개월)	-27.9%	-19.8%
2024.02.20	Buy	24,000원(12개월)	-23.5%	-0.4%
2023.11.23	Buy	30,000원(12개월)	-33.3%	-25.2%
2023.06.23		조사분석 대상 제외	-	-
2022.06.07	Buy	40,000원(12개월)	-36.8%	-17.9%

비에이치 (090460.KS)



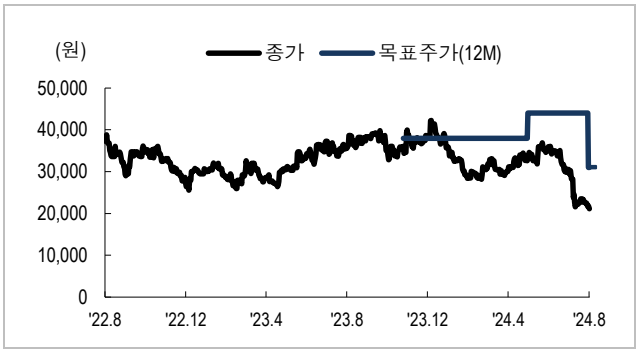
제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.08.30	Buy	36,000원(12개월)	-	-
2024.05.08	Buy	33,000원(12개월)	-16.7%	0.0%
2024.02.29	Buy	28,000원(12개월)	-25.7%	-17.9%
2023.11.06	Buy	38,000원(12개월)	-27.2%	-17.8%
2023.07.24	Buy	42,000원(12개월)	-33.3%	-25.7%
2023.06.29	Buy	47,000원(12개월)	-25.6%	-19.3%
2023.05.10	Buy	39,000원(12개월)	-10.8%	1.3%
2022.10.24	Buy	43,000원(12개월)	-23.2%	-9.8%

PI첨단소재 (178920.KS)



제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.08.30	Buy	31,000원(12개월)	-	-
2024.05.29	Buy	44,000원(12개월)	-30.0%	-16.1%
2023.11.23	Hold	38,000원(12개월)	-11.3%	-

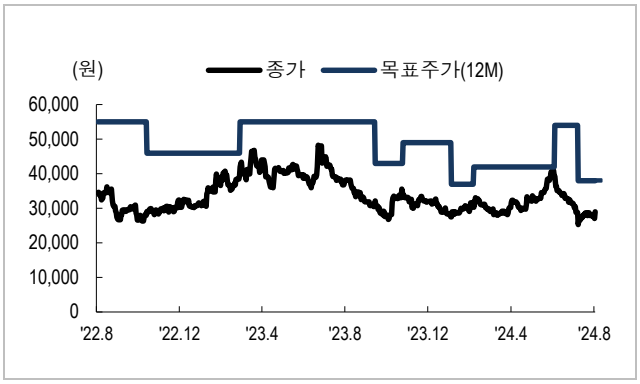
심텍 (222800.KQ)



투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.08.06	Buy	38,000원(12개월)	-	-
2024.07.03	Buy	54,000원(12개월)	-39.0%	-32.8%
2024.03.06	Buy	42,000원(12개월)	-24.0%	-2.5%
2024.02.02	Buy	37,000원(12개월)	-19.4%	-14.1%
2023.11.23	Buy	49,000원(12개월)	-36.5%	-30.9%
2023.10.13	Buy	43,000원(12개월)	-28.8%	-17.3%
2023.03.29	Buy	55,000원(12개월)	-28.2%	-12.3%
2022.11.12	Buy	46,000원(12개월)	-28.4%	-11.4%
2022.08.26	Buy	55,000원(12개월)	-44.6%	-34.2%

이녹스첨단소재 (272290.KQ)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 6월 30일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.9%	14.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '동 자료상에 언급된 기업들'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 "LG전자, LG이노텍, LG디스플레이, 삼성전기" 을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.